



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De waarde van het benoemingscomité in de raad van bestuur

Jorgen Deboutte

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting innovatie en ondernemerschap

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

BEGELEIDER :

Mevrouw Alana VANDEBEEK



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2019
2020



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De waarde van het benoemingscomité in de raad van bestuur

Jorgen Deboutte

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting innovatie en ondernemerschap

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

BEGELEIDER :

Mevrouw Alana VANDEBEEK

Vermelding Covid-19 crisis

NL

Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft mogelijk een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk.

ENG

This master thesis was written during the COVID-19 crisis in 2020. This global health crisis might have had an impact on the (writing) process, the research activities and the research results that are at the basis of this thesis.

Woord vooraf

Deze masterproef is het sluitstuk van mijn masteropleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, met als afstudeerrichting innovatie en ondernemerschap, aan de universiteit Hasselt. Deze masterproef, met als onderwerp de waarde van het benoemingscomité in de raad van bestuur, heeft mij op verschillende vlakken kennis bijgebracht. Eerst en vooral heb ik meer inzicht gekregen in de werking van de raad van bestuur, maar ook heb ik een duidelijker beeld gekregen van het begrip corporate governance. Dat waren tevens ook de aspecten die mij aanspraken in deze masterproef, aangezien het begrip corporate governance de laatste jaren steeds populairder wordt.

Het resultaat van deze masterproef is echter niet enkel aan mezelf te danken. Eerst en vooral wil ik mijn promotor Prof. Dr. Wim Voordeckers en begeleidster Alana Vandebek bedanken. Zij hebben mij steeds bijgestaan met hun deskundige begeleiding en advies tijdens het hele proces. Voor feedback en hulp met verschillende problemen kon ik steeds bij hen terecht.

Daarnaast wil ik ook graag mijn ouders bedanken. Dankzij hun kreeg ik de kans om deze opleiding te volgen, waarbij ze mij ook voortdurend steunden. Tenslotte wil ik ook graag mijn vriendin bedanken, die gedurende het proces van deze masterproef mij enorm gesteund en aangemoedigd heeft.

Jorgen Deboutte

Diepenbeek, mei 2020

Samenvatting

Sinds het begin van de 21^{ste} eeuw krijgt het begrip corporate governance meer en meer aandacht. Goede corporate governance, of deugdelijk bestuur, wordt gezien als een manier om het besturen in een vennootschap te beschrijven, waarbij de belangen van verschillende stakeholders in evenwicht gebracht worden. Om vennootschappen te ondersteunen in het proces van corporate governance, werd de Corporate Governance Code opgesteld. Een onderdeel van deze Corporate Governance Code, zijn de gespecialiseerde comités in de raad van bestuur. De drie meest voorkomende comités zijn het auditcomité, het remuneratiecomité en het benoemingscomité. De eerste twee comités moeten door beursgenoteerde vennootschappen verplicht opgericht worden, terwijl de keuze voor het oprichten van het benoemingscomité bij de vennootschap zelf ligt. Vanuit deze gedachte is er voor gekozen, om in dit onderzoek te kijken hoe vennootschappen in werkelijkheid omgaan met het benoemingscomité. De taak van dit comité is aanbevelingen geven over de benoeming van bestuurders en leden van het uitvoerend management. Onderzoek toonde reeds aan dat de samenstelling van de raad van bestuur belangrijk is voor de financiële prestaties van de onderneming. Uit dit perspectief volgde de vraag wat de invloed is van het benoemingscomité op de samenstelling van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Het doel van deze masterproef is om de financiële waarde van het benoemingscomité te bepalen. De centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek is daarom: "Wat is de invloed van het benoemingscomité op de financiële prestaties van een onderneming?". Om een antwoord te formuleren op deze vraag, werd gebruik gemaakt van een empirische analyse. Daarin werd de invloed van het benoemingscomité op zowel de samenstelling van de raad, als de financiële prestaties van een onderneming onderzocht.

Eerst en vooral werd er een beschrijvende analyse gedaan over de gegevens van het benoemingscomité. Deze gegevens werden verzameld uit de jaarverslagen van 62 verschillende Belgische beursgenoteerde bedrijven, die in dit onderzoek werden opgenomen. Om een idee te krijgen hoe de vennootschappen de richtlijnen van de Corporate Governance Code opvolgt, werd er geanalyseerd hoeveel vennootschappen een benoemingscomité hebben ingericht. Hoewel de inrichting van een benoemingscomité facultatief is, heeft meer dan 80% van de Belgische beursgenoteerde bedrijven, opgenomen in dit onderzoek, een benoemingscomité opgericht. De Corporate Governance Code werkt echter volgens het comply and explain-principe, wat wil zeggen dat vennootschappen van de richtlijnen kunnen afwijken, mits ze hiervoor voldoende motivering geven. Vanuit dat opzicht werd er in de jaarverslagen gekeken naar de motivering die vennootschappen gaven voor het niet oprichten van het benoemingscomité. Echter, in slechts één geval was hier een motivering voor te vinden, namelijk de beperkte omvang van de vennootschap. Naast de richtlijn om een benoemingscomité in te richten, geeft de Code ook de optie aan vennootschappen om het benoemingscomité en het remuneratiecomité samen te voegen. Uit de gegevens van de jaarverslagen blijkt dat opnieuw de meerderheid, namelijk 68%, er voor kiest deze optie toe te passen. Een reden hiervoor zou kunnen zijn dat het efficiënter is op vlak van planning en vergaderingen. Tenslotte is er ook gekeken naar de samenstelling van het benoemingscomité. De code geeft hier aan dat de meerderheid moet bestaan uit onafhankelijke niet-uitvoerende

bestuurders. Niet elke vennootschap voldeed aan deze voorwaarde, maar gemiddeld bestond het benoemingscomité wel uit een meerderheid van onafhankelijken.

Om een antwoord te vinden op de centrale onderzoeksvraag en deelvragen, werd een empirische analyse uitgevoerd. Vanuit wetenschappelijke literatuur werd duidelijk dat om een waarde te geven aan gespecialiseerde comités, het niet enkel belangrijk is om hun aanwezigheid te bekijken. Een andere factor die een rol speelt, zijn de karakteristieken van het comité. Voor dit onderzoek werd daarom niet enkel gekeken naar het effect van de aanwezigheid van een benoemingscomité, maar ook de samenstelling en werking ervan.

Eerst en vooral werd de invloed van het benoemingscomité op de samenstelling van de raad van bestuur onderzocht. Meer specifiek werd gekeken naar het effect op het aantal vrouwen en onafhankelijken in de raad van bestuur. Eerder onderzoek leerde ons dat het aantal vrouwen en onafhankelijke bestuurders een positieve invloed hebben op de financiële prestaties van een onderneming. Vanuit dat perspectief werd er onderzocht of de aanwezigheid van een benoemingscomité een invloed heeft op deze karakteristieken in de raad van bestuur. Daarnaast werd ook gekeken naar de samenstelling van het benoemingscomité. Vanuit de social identity theorie werd verondersteld dat personen met bepaalde (demografische) kenmerken eerder geneigd zijn om voor personen te kiezen die dezelfde kenmerken vertonen. Met andere woorden werd er gekeken of het aantal vrouwen in het benoemingscomité een invloed had op het aantal vrouwen in de raad van bestuur. Dezelfde veronderstelling werd gemaakt voor het aantal onafhankelijke bestuurders. De resultaten van beide hypothesen tonen echter geen statistisch significante relatie aan tussen de verschillende variabelen.

Nadat er gekeken werd naar de invloed van het benoemingscomité op de samenstelling van de raad van bestuur, werd onderzocht wat de invloed was van het benoemingscomité op de financiële prestaties. Om deze financiële prestaties te meten, werd gebruik gemaakt van twee prestatie maatstaven: ROA en Tobin's Q. Hiervoor werd gebruik gemaakt van verschillende variabelen van het benoemingscomité. Als eerste werd gekeken of de aanwezigheid en de keuze om het benoemingscomité niet samen te voegen met het remuneratiecomité, een invloed hadden op de prestaties. Vervolgens werd hetzelfde gedaan voor het aantal vrouwen en onafhankelijken in de raad van bestuur. Tenslotte werd er ook gekeken of de frequentie waarmee het benoemingscomité samen kwam, een invloed zou hebben op de prestaties van een onderneming. Voor de prestatie maatstaf Tobin's Q werd voor de variabelen van het benoemingscomité geen significant resultaat gevonden. Voor de prestatie maatstaf ROA, werd echter een tegenstrijdig resultaat gevonden met de verwachtingen. Deze toonde een negatieve significantie met de aanwezigheid en het aantal onafhankelijken van het benoemingscomité. Tot slot werd er voor het scheiden van het benoemingscomité en het remuneratiecomité wel een positief significant effect gevonden voor de prestatie maatstaf ROA.

In het algemeen zijn eerdere onderzoeken naar de waarde van het benoemingscomité nog zeer beperkt. Zeker in België is het benoemingscomité nog niet voldoende onder de loep genomen. Ondanks dat deze masterproef niet echt significante bevindingen kan aantonen, kan het wel een startpunt zijn voor toekomstig onderzoek. Een aanbeveling voor toekomstig onderzoek kan zijn om gegevens te bekijken over een langere tijdperiode. De gebruikte gegevens bestaan uit data van vier jaar. Mandaten in de raad van bestuur duren in de praktijk gemiddeld echter zeven jaar. Dit kan een invloed gehad hebben op het onderzoek met betrekking tot het effect op de samenstelling van de raad van bestuur. Daarnaast is in dit onderzoek enkel gekeken naar de karakteristieken 'aantal vrouwen' en 'aantal onafhankelijken'. Er zijn echter nog verschillende karakteristieken die een invloed kunnen hebben op de werking van het benoemingscomité. Nationaliteit, leeftijd, educatieve achtergrond, etc. zijn allen karakteristieken die mogelijk een invloed kunnen spelen.

In deze masterproef werd een kwantitatief onderzoek gehanteerd. Een kwalitatief onderzoek zou echter nog dieper op de werking van het benoemingscomité kunnen ingaan. Daarbij kan gekeken worden naar de doorslaggevendheid van het benoemingscomité, namelijk hoe gaat de raad van bestuur om met het advies van het benoemingscomité. Daarnaast zou ook gekeken kunnen worden naar de verschillende processen in het benoemingscomité bv. hoe verlopen de vergaderingen, welke agendapunten worden besproken, waar wordt er tijdens vergaderingen nadruk op gelegd, etc.

Een laatste beperking voor dit onderzoek is, dat er enkel gekeken is naar de raad van bestuur. De taak van het benoemingscomité bestaat echter ook uit advies geven voor benoemingen in het top managementteam. Een aanbeveling voor toekomstig onderzoek is daarom om de invloed van het benoemingscomité op de samenstelling van het managementteam te analyseren. Het managementteam kan namelijk ook een zeer grote invloed hebben op de bedrijfsprestaties van de onderneming.

Inhoudsopgave

1. <i>Probleemstelling</i>	1
1.1. Praktische en theoretische relevantie	1
1.2. Onderzoeksvragen.....	2
1.2.1. Centrale onderzoeksvraag	2
1.2.2. Deelvragen	2
1.3. Onderzoekspzpet	4
2. <i>Literatuurstudie</i>	5
2.1. Corporate governance	5
2.1.1. Corporate Governance Code.....	5
2.1.1.1. Principes	5
2.1.1.2. Comply or explain principe	6
2.1.2. Gespecialiseerde comités	6
2.1.3. Benoemingscomité	6
2.1.4. Agency theorie.....	7
2.2. Voorgaand onderzoek.....	8
2.2.1. Corporate governance.....	8
2.2.2. De raad van bestuur	8
2.2.3. Comités in de raad van bestuur.....	9
2.2.3.1. Auditcomité	9
2.2.3.2. Remuneratie- en benoemingscomité	9
3. <i>Hypothesevorming</i>	11
3.1. De invloed van de aanwezigheid van een benoemingscomité.....	11
3.2. De invloed van de samenstelling van een benoemingscomité	13
3.3. De invloed van de werking van een benoemingscomité	14
4. <i>Methodologie</i>	15
4.1. Dataverzameling	15
4.2. Variabelen	15
4.2.1. Afhankelijke variabelen	16
4.2.2. Onafhankelijke variabelen	17
4.2.3. Controle variabelen.....	18
4.3. Regressies & assumpties	18
4.3.1. Regressievergelijkingen	18
4.3.2. Outliers	19
4.3.3. Random- of fixed-effects regressiemodellen.....	20

4.3.4.	Multicollineariteit	20
4.3.5.	Autocorrelatie & heteroskedasticiteit.....	21
5.	<i>Resultaten</i>	23
5.1.	Comités	23
5.1.1.	Aanwezigheid van het benoemingscomité	23
5.1.2.	Het benoemings- en remuneratiecomité	24
5.1.3.	De samenstelling van het benoemingscomité	24
5.2.	Beschrijvende statistieken	26
5.3.	Empirische analyse	28
5.3.1.	Effect van het benoemingscomité op de raad	28
5.3.2.	Effect van het benoemingscomité op de bedrijfsprestaties	31
6.	<i>Conclusie</i>	37
6.1.	Bespreking van de resultaten	37
6.2.	Beperkingen onderzoek	39
7.	<i>Lijst met tabellen</i>	41
8.	<i>Lijst met figuren</i>	41
9.	<i>Literatuurlijst</i>	43

1. Probleemstelling

1.1. Praktische en theoretische relevantie

Corporate governance is een begrip dat sinds het einde van de 20^{ste} en het begin van de 21^{ste} eeuw meer en meer aandacht heeft gekregen. Eén van de redenen hiervoor zijn de onthullingen van verschillende fraudepraktijken bij grote bedrijven zoals Enron en WorldCom. Door deze nieuwe wind in corporate governance begon men ook meer en meer te speculeren over bijvoorbeeld de invloed van de aanwezigheid van externe bestuurders in de raad van bestuur (Fields & Keys, 2003). Onder invloed van het Europese actieplan in 2003 in verband met vennootschapsrecht en corporate governance, werd de Belgische Corporate Governance Code 2004 opgesteld. De code bestond uit 9 principes die focusten op de samenstelling en het functioneren van de raad van bestuur (Van der Elst, 2008).

Een kritische factor in goede corporate governance blijkt de relatie tussen diversiteit in de raad van bestuur en waardecreatie voor aandeelhouders (Carter, 2003). Volgens dit onderzoek zou er een positief verband bestaan tussen de waarde van een onderneming en de diversiteit in de raad van bestuur. Een goed gediversifieerde raad van bestuur hangt samen met betere financiële prestaties (Erhardt, 2003). Voorheen werden raden van bestuur vooral gezien als homogene groepen, waarin mensen zetelden met dezelfde socio-economische achtergrond met als resultaat dat zij er vaak ook dezelfde kijk op de geschikte business practices op nahielden (Westphal, 2000). Onder diversiteit verstaat men zowel een goede verhouding tussen mannen en vrouwen, als een goede verhouding tussen verschillende etnische groepen. Ook de samenstelling inzake onafhankelijke en niet-onafhankelijke bestuurders kan een belangrijke rol spelen. Van der Walt (2003) benadrukt met zijn onderzoek wel dat bedrijven eerst en vooral moeten kijken naar de kwaliteiten van potentiële bestuurders en bijkomstig aandacht kunnen hebben voor een gediversifieerde raad.

De gespecialiseerde comités zijn in het leven geroepen om de raad van bestuur te ondersteunen in haar taken. In deze comités zetelen personen met specifieke achtergrondkennis en capaciteiten, die de raad van bestuur en het uitvoerend comité moet helpen doordachte en onderbouwde beslissingen te nemen. Beursgenoteerde vennootschappen zijn bij wet verplicht om een remuneratie- en auditcomité op te richten, maar het oprichten van een benoemingscomité blijft facultatief. Voor een bedrijf is het daarom belangrijk te weten welke meerwaarde het inrichten van een benoemingscomité heeft, want met het inrichten zijn ook kosten gemoeid. Er moet gezocht worden naar capabele kandidaten, deze personen moeten benoemd worden en vaak zijn deze mandaten bezoldigd. Momenteel is het onderzoek naar de meerwaarde van het benoemingscomité nog beperkt.

De samenstelling van de raad van bestuur is dus belangrijk voor de prestaties van de onderneming waardoor het voor een onderneming een meerwaarde is om een benoemingscomité op te richten en zo tot de best mogelijke samenstelling van de raad van bestuur te komen (Ruigrok, 2006). Ook eerder onderzoek toonde al aan dat de selectie van bestuursleden op advies van het benoemingscomité, er voor zorgt dat er een betere inschatting gemaakt wordt over de positie van de aangestelde personen, met als gevolg een stijging in de kwaliteit van de raad van bestuur (Vafeas, 1999). Het benoemingscomité beïnvloedt de samenstelling van de raad van bestuur en het

topmanagement. Een benoemingscomité kan ervoor zorgen dat een onderneming gaat kiezen voor de meest gekwalificeerde personen in de bestuursorganen.

Het doel van deze masterproef is achterhalen hoe de Belgische beursgenoteerde bedrijven in werkelijkheid omgaan met het benoemingscomité en waarom zij al dan niet kiezen om een benoemingscomité in te richten. Eerder werd al bevonden dat het bestaan van benoemingscomités geassocieerd is met diversiteit op vlak van nationaliteit maar dat het niet gerelateerd is aan educatieve diversiteit in de raad van bestuur (Ruigrok, 2006). Een andere factor die meespeelt in het al dan niet samenstellen van een benoemingscomité is regulatie. Bijvoorbeeld, in Nieuw-Zeeland is het aantal benoemingscomités aanzienlijk gestegen na de introductie van de Corporate Governance Code (Bhuiyan, 2011).

Daarnaast kan voor de vennootschappen die het benoemingscomité al ingericht hebben nagegaan worden of dit een invloed heeft gehad op hun diversiteit en zo ook een gevolg op hun financiële prestaties. We willen dus de waarde van het benoemingscomité onderzoeken voor beursgenoteerde bedrijven. Om deze waarde te definiëren, werd daarom gekozen om toe te spitsen op de financiële prestaties van de ondernemingen als waardemeter voor het comité. Als de raad van bestuur beter presteert en doordachtere beslissingen neemt, wanneer deze gediversifieerd is, zou dit ook een invloed moeten hebben op financiële prestaties. Niet alleen is dit een element dat zich economisch gezien beter leent om te onderzoeken, daarnaast blijft het ultieme doel van een vennootschap waarde maximaliseren.

1.2. Onderzoeksvragen

1.2.1. Centrale onderzoeksvraag

In deze masterproef staat de meerwaarde van het inrichten van een benoemingscomité centraal. In wat volgt zal een antwoord gevormd worden op de volgende hoofdvraag:

“Wat is de invloed van het benoemingscomité op de financiële prestaties van een onderneming?”

Om een duidelijk antwoord te kunnen formuleren op deze onderzoeksvraag, wordt er gewerkt met verschillende deelvragen.

1.2.2. Deelvragen

a) *Benoemingscomité: wie, wat en hoe?*

Voor het beantwoorden van de eerste deelvraag zal gebruik gemaakt worden van beschikbare literatuur. Met deze vraag zal er meer inzicht verkregen worden over de functie van het benoemingscomité. Wie zetelt er juist in het benoemingscomité, over welke beslissingen adviseren zij, hoe vaak doet een raad van bestuur beroep op het benoemingscomité,...? Deze informatie zal gevonden worden in de Corporate Governance Code zelf, maar ook in andere artikels over het benoemingscomité.

b) *Op welke manier passen ondernemingen de aanbevelingen van de code toe?*

Om de tweede deelvraag te kunnen beantwoorden, zal gebruikt gemaakt worden van de jaarverslagen van de beursgenoteerde bedrijven. In principe 4 beschrijft de code de verschillende comités en hun functies. De rol van deze gespecialiseerde comités is advies geven met betrekking op specifieke functies van de raad van bestuur. Naast een audit- en een remuneratiecomité, wordt ook aangeraden een benoemingscomité op te richten. Het benoemingscomité mag samengevoegd worden met het remuneratiecomité. Onafhankelijk van een samenvoeging, moet de meerderheid onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders zijn. Aan de hand van de informatie die te vinden is in de jaarverslagen, zal er met deze thesis meer inzicht verkregen worden over de inrichting van benoemingscomités in beursgenoteerde bedrijven op dit moment.

c) *Heeft het benoemingscomité een invloed op de samenstelling van de raad van bestuur?*

De taak van het benoemingscomité bestaat er in advies te geven en aanbevelingen te formuleren betreffende de benoeming van bestuursleden en leden van het uitvoerend comité. Daarnaast moeten zij er ook voor zorgen dat er voldoende aandacht is voor opvolging en dat er aandacht blijft voor de talentontwikkeling van de bestuurders. Ook het bevorderen van diversiteit vormt onderdeel van hun takenpakket. Aangezien de wet verplichte minima oplegt, zowel voor het aantal vrouwen als voor het aantal onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur, zou het bestaan van een benoemingscomité een invloed moeten hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Aan de hand van een statistische analyse zullen we kijken of er een verband bestaat tussen het inrichten van een benoemingscomité en de samenstelling van de raad van bestuur. Hierbij wordt ook rekening gehouden met de samenstelling van het benoemingscomité zelf, met de social identity theory in het achterhoofd.

d) *Heeft het inrichten van een benoemingscomité invloed op de financiële prestaties van de onderneming?*

Om deze deelvraag te beantwoorden zal een empirisch onderzoek gevoerd worden. Door gebruik te maken van paneldata kan gekeken worden of er verschillen bestaan op financieel vlak tussen ondernemingen die een benoemingscomité inrichten en ondernemingen die geen benoemingscomité inrichten. Daarnaast wordt ook gekeken naar de samenstelling van de benoemingscomités. Er wordt onder meer gekeken of de samenstelling van het benoemingscomité een invloed heeft op de prestaties. De financiële prestaties worden op verschillende manieren gemeten. Zowel aan de hand van de maatstaf Return On Assets (ROA), als de maatstaf Tobin's Q, zal een analyse gemaakt worden. Deze analyses worden gedaan op basis van gegevens uit de jaarverslagen en uit de databank van Bureau van Dijk, meer specifiek van de Belfirst. Aan de hand van deze gegevens zal gekeken kunnen worden of er een relatie bestaat tussen het benoemingscomité en positieve financiële prestaties van een onderneming.

1.3. Onderzoeksopzet

Tijdens de eerste fase van het onderzoek wordt er een literatuurstudie uitgevoerd. In deze literatuurstudie wordt gekeken naar reeds uitgevoerde onderzoeken die in lijn zijn met het onderwerp van deze masterproef. De bronnen voor deze studie zullen voornamelijk bestaan uit resultaten van Google Scholar, EBSCOhost en de e-bibliotheek van UHasselt. De zoekwoorden die gebruikt worden om relevante artikels te vinden zijn: nomination committee, benoemingscomité, raad van bestuur, corporate governance, Board composition, board committees, financial performance,... Aan de hand van de kennis uit deze voorgaande onderzoeken kunnen er hypothesen opgesteld worden die vervolgens tijdens het empirisch onderzoek onderzocht kunnen worden. In deze fase zal ook getracht worden een definitie te geven aan het benoemingscomité.

Het tweede deel van deze masterproef bestaat uit een empirisch onderzoek. In deze fase zullen de hypothesen, die uit de literatuurstudie voortgekomen zijn, onderzocht worden door middel van een longitudinaal onderzoek. Dit is een onderzoek waarbij herhaaldelijk en steeds op dezelfde manier metingen worden verricht om een ontwikkeling in kaart te brengen. De data die voor dit onderzoek gebruikt wordt is longitudinale data, ook wel paneldata genoemd en is afkomstig van de Belfirst databank. Er zal gebruikt gemaakt worden van data van een zestigtal Belgische beursgenoteerde bedrijven over een periode van 4 jaar, daarbij worden de financiële instellingen en holdings uitgesloten van dit onderzoek. Naast de data verkregen uit de Belfirst databank zal ook data uit de jaarverslagen verzameld worden. Deze data heeft betrekking op de grootte en de samenstelling van de raad van bestuur, het aantal bijeenkomsten en het aantal opgerichte comités. Indien er een benoemingscomité is opgericht, zal ook hiervoor nagegaan worden wat de grootte en de samenstelling is, of dit comité al dan niet is samengevoegd met het remuneratiecomité en het aantal bijeenkomsten. De analyse van deze data zal gebeuren aan de hand van regressieanalyses door middel van het programma 'STATA.

2. Literatuurstudie

2.1. Corporate governance

Corporate governance is een term die gebruikt wordt om een manier van besturen binnen een vennootschap te omschrijven, waarbij de belangen van verschillende stakeholders in evenwicht met elkaar gebracht worden. Een vrije vertaling van corporate governance is "deugdelijk bestuur". Een definitie van corporate governance wordt ons aangereikt door de Corporate Governance Code:

"Corporate governance omvat een reeks regels en gedragingen, die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd. Een goed corporate governance model zal zijn doel bereiken door het juiste evenwicht te vinden tussen leiderschap, ondernemerschap en prestatie enerzijds, alsook controle en conformiteit met deze regels anderzijds (Corporate Governance Code 2020)."

Naast deze definitie zijn er ook verschillende auteurs die zich gewaagd hebben aan het formuleren van een eigen definitie voor corporate governance. Echter is er geen consensus en vaak is de definitie een weerspiegeling van de mening van de auteur (Byttebier, 2003). Een element dat we vaak zien terugkomen, is de nadruk op de verhouding tussen de verschillende belangengroepen die bij de onderneming betrokken zijn, waarbij men op zoek gaat naar manieren om een optimaal evenwicht te verzekeren (Byttebier, 2003). Wie er juist tot deze belangengroepen behoort is minder duidelijk. In de enge zin kan men hier opvatten dat het gaat om alle intern belanghebbenden, zoals aandeelhouders en bestuurders, maar in de brede zin kan men alle stakeholders aanzien als belanghebbenden, bijvoorbeeld leveranciers, afnemers, consumenten, werknemers,... Deugdelijk bestuur kan leiden tot creatie van welvaart, niet alleen voor de aandeelhouders, maar ook voor andere stakeholders (Corporate Governance Code 2009).

2.1.1. Corporate Governance Code

Om deugdelijk bestuur in de hand te werken is in 2004 de eerste Corporate Governance Code opgesteld. Dankzij de beurscrisis van 2008 werd de doeltreffendheid van deze Code in twijfel getrokken en als reactie is deze Code aangepast naar de Code van 2009. Door tal van wijzigingen in het Belgisch en het Europees regelgevend kader, drong zich een nieuwe publicatie op die leidde tot de Corporate Governance Code 2020. De doelstelling van deze Code is het bevorderen van de welvaartcreatie op lange termijn. De Corporate Governance Code 2020 is gepubliceerd op 9 mei 2019 en wordt vanaf 1 januari 2020 verplicht toegepast door alle Belgische beursgenoteerde vennootschappen.

2.1.1.1. Principes

De Corporate Governance Code 2020 is opgebouwd uit tien principes die als pijlers worden gezien voor deugdelijk bestuur. Deze principes zijn elk verder uitgewerkt in een aantal bepalingen die aanbevelingen geven aan ondernemingen voor de implementatie ervan. Het principe dat voor dit onderzoek belangrijk is, is Principe 4 omtrent de gespecialiseerde comités dat in het volgende hoofdstuk wordt verklaard.

2.1.1.2. Comply or explain principe

Alle Belgische beursgenoteerde vennootschappen worden geacht de principes te allen tijde toe te passen. Echter doorheen de Code wordt het "comply or explain-principe" (art. 3:6 WVV) gehanteerd, waarbij het vennootschappen is toegestaan af te wijken van de principes wanneer zij daarvoor een motivering geven. Het principe zorgt ervoor dat ondernemingen de flexibiliteit behouden, die ze nodig hebben om de Code aan hun eigen structuur aan te passen. Er bestaat namelijk geen one-fits-all wat corporate governance betreft. In het belang van dit onderzoek is de regelgeving rond principe 4, de gespecialiseerde comités, belangrijk. Hoewel de Code werkt volgens het comply or explain-principe, moeten Belgische beursgenoteerde bedrijven toch een audit- en remuneratiecomité oprichten. Dit vloeit voort uit de verplichting opgelegd door de wet Vennootschappen en Verenigingen, meer bepaald artikel 7:99 WVV en artikel 7:100 WVV. Deze laat slechts in beperkte gevallen toe dat geen audit- en remuneratiecomité opgericht moet worden. Vennootschappen kunnen dus enkel beslissen om geen benoemingscomité in te richten, als ze deze beslissing motiveren, maar een wettelijke verplichting bestaat nog niet.

2.1.2. Gespecialiseerde comités

De Belgische Corporate Governance Code geeft aan dat de raad van bestuur gespecialiseerde comités dient op te richten om bepaalde specifieke aangelegenheden te analyseren en de raad van bestuur hierover te adviseren (Principe 4, Corporate Governance Code 2020). Specifiek vermeldt Principe 4.1 de volgende bepaling:

"De raad richt gespecialiseerde comités op teneinde hem te adviseren met betrekking tot te nemen besluiten, te verzekeren dat bepaalde zaken voldoende zijn behandeld en, indien nodig, specifieke zaken onder de aandacht te brengen bij de raad. De besluitvorming blijft de collegiale verantwoordelijkheid van de raad."

De drie meest voorkomende comités zijn het auditcomité, het remuneratiecomité en het benoemingscomité. Elk comité bestaat uit minstens drie bestuurders waarbij de raad zorgt voor een evenwichtige samenstelling met betrekking tot de benodigde onafhankelijkheid, competenties, kennis, ervaring en vermogen om zijn taken effectief uit te voeren. Voor dit onderzoek is enkel het benoemingscomité van belang.

2.1.3. Benoemingscomité

Het benoemingscomité bestaat uit een meerderheid van onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Elke bestuurder wordt verwacht onafhankelijk te zijn, maar om als onafhankelijke bestuurder te worden erkend, worden er bijkomende vereisten gesteld. De wet zelf houdt het op een algemene omschrijving, maar de Code lijst negen criteria op aan de hand waarvan de onafhankelijkheid van een bestuurder beoordeeld kan worden. Het comité wordt voorgezeten door de voorzitter van de raad of door een andere niet-uitvoerende bestuurder. Het takenpakket van het benoemingscomité is als volgt (Corporate Governance Code 2020):

- Het doet aanbevelingen aan de raad betreffende de benoeming van bestuurders en leden van het uitvoerend management;
- Het werkt plannen uit voor de opvolging van bestuurders;
- Het leidt het herbenoemingsproces van bestuurders;
- Het zorgt voor voldoende en regelmatige aandacht in verband met de opvolging van leden van het uitvoerend management;
- Het zorgt voor gepaste programma's voor talentontwikkeling en voor de bevordering van diversiteit in leiderschap.

2.1.4. Agency theorie

Een belangrijke theorie binnen het economisch onderzoek naar de werking van vennootschappen is de agency theorie. Deze theorie baseert zich op verschillende conflicten die zich binnen de vennootschap afspelen. Deze conflicten ontstaan wanneer de welvaart van de ene persoon, afhankelijk is van de handelingen van een andere persoon, want als economische factor wordt verondersteld dat deze persoon in zijn eigen belang zal handelen, zelfs wanneer hij optreedt als agent (Geens, 2012). Zo onderscheidt men drie conflicten, die voortkomen uit de verschillende belangen van verschillende factoren (Kraakman et al. 2017). Een eerste conflict speelt zich af tussen de aandeelhouders en schuldeisers. Waar aandeelhouders graag een dividend uitkering zien bij winst, willen schuldeisers liever dat deze winst bij de reserves gevoegd worden. Dit belangenconflict neemt toe naarmate de vennootschap in moeilijkheden komt. Een tweede conflict vindt plaats tussen minderheidsaandeelhouders en meerderheidsaandeelhouders. Tussen deze beide aandeelhouders kan zich een informatie asymmetrie voordoen. Een meerderheidsaandeelhouder heeft meer macht in de algemene vergadering en kan zo ook de bestuurders benoemen. Op deze manier heeft hij meer invloed in de strategie die de vennootschap kiest en krijgt hij vaak meer informatie dan een minderheidsaandeelhouder. Dit belangenconflict doet zich in België vaak voor, aangezien er in een groot deel van onze vennootschappen nog altijd een controlerende aandeelhouder zit. Dit conflict komt minder voor wanneer de aandeelhoudersstructuur gekenmerkt wordt door een grote free float, waarbij een groot deel van de aandelen bij aandeelhouders zitten die gemakkelijk opnieuw zullen verkopen (Van der Elst, 2001).

Een laatste conflict speelt zich af tussen aandeelhouders en bestuur. Vooral de uitvoerende bestuurders en de aandeelhouders hebben conflicterende belangen. Door de scheiding van eigendom en controle in een vennootschap, houden de aandeelhouders enkel stem- en economische rechten aan hun aandeel over. Het bestuur van de vennootschap wordt in handen van capabele bestuurders gelegd, die door de aandeelhouders benoemd worden (Kraakman et al. 2017). In de eerste plaats is er al een informatie-asymmetrie tussen de aandeelhouders en de potentiële kandidaat. Het inschatten van de capaciteiten van een bepaalde persoon en de mate van inzet die hij of zij wil doen is een moeilijke taak. Na de aanstelling blijft deze informatie-asymmetrie bestaan. Waar uitvoerende bestuurders op langere termijn willen werken en niet gefocust zijn op winstuitkeringen, ligt dit voor de aandeelhouders anders. De uitvoerende bestuurders zijn ook maar voor een korte termijn binnen de vennootschap actief, terwijl de aandeelhouders voor een langere termijn verbonden zijn aan de vennootschap. Dit laatste conflict is van belang voor deze thesis (Cools 2015).

Corporate governance zoekt manieren om aan deze conflicten tegemoet te komen. Door verschillende mechanismen in werking te stellen, vermindert de informatie-asymmetrie en worden de belangen gealigneerd. Niet alleen krijgen de bestuurders vaak informatieverplichtingen opgelegd ten aanzien van de aandeelhouders, ook worden er niet-uitvoerende en zelf onafhankelijke bestuurders aangesteld om toezicht te houden op de uitvoerende bestuurders en om hen bij te staan in beslissingen (Kraakman et al. 2017).

2.2. Voorgaand onderzoek

Om over te kunnen gaan naar het vormen van hypothesen, bestuderen we eerst voorafgaand onderzoek om hieruit conclusies te kunnen trekken voor het onderzoek. Enerzijds wordt het belang van corporate governance besproken en anderzijds wordt ingegaan op de gespecialiseerde comités, die deel uitmaken van die corporate governance. In het verleden zijn er al verschillende studies gedaan, waarbij het belang van corporate governance onderzocht werd. In functie van dit onderzoek wordt er vooral gefocust op de relatie die bestaat tussen corporate governance, waaronder de gespecialiseerde comités, en de financiële prestaties van een bedrijf.

2.2.1. Corporate governance

Een eerste belangrijk onderzoek, dat de basis werd voor verschillende andere onderzoeken in verband met corporate governance, is dat van Gompers et al. (2003). Zij hebben onderzocht of er een relatie bestaat tussen corporate governance en de prestaties van een bedrijf aan de hand van Tobin's Q. Uit de resultaten blijkt dat er een significante relatie is tussen deugdelijk bestuur en de performance van een onderneming. Aan de hand van deze studie zijn later nog verschillende onderzoeken uitgevoerd. Bebchuck et al. (2008) en Brown & Caylor (2006) baseerden zich op de index die gebruikt werd in het onderzoek van Gompers et al (2003). Ook deze onderzoeken toonden aan dat er een positieve relatie bestaat tussen deugdelijk bestuur en de prestaties van de onderneming gemeten aan de hand van Tobin's Q. Naast deze resultaten zijn er nog andere onderzoekers die zich gewaagd hebben aan het bestuderen van het belang van corporate governance. Chung et al. (2017) en Bhagat (2007) bevestigen dat corporate governance een belangrijke rol speelt in corporate performance.

2.2.2. De raad van bestuur

Het is duidelijk dat deugdelijk bestuur de prestaties van de onderneming in de hand werkt, maar de vraag is welke invloeden de verschillende componenten van corporate governance specifiek hebben op deze prestaties. De belangrijkste component in deugdelijk bestuur is de raad van bestuur. In hoeverre heeft de raad van bestuur invloed op de prestaties van een onderneming? Deze vraag is al door verschillende wetenschappers onderzocht in het verleden. Een algemene conclusie die de meeste onderzoeken vormen, is dat de compositie van de raad van bestuur wel degelijk een rol speelt bij de financiële prestaties. Zowel de samenstelling als de grootte van de raad van bestuur (Abidin, 2009 & Uadiale, 2010), maar ook het aantal externe bestuurders (Dahya, 2003 & Uadiale 2010). Een beperking voor dit onderzoek bij deze resultaten is dat ze allemaal afkomstig zijn uit onderzoek gevoerd buiten de Europese Unie. Deze bevinding speelt een rol omdat de Corporate Governance Code ontstaan is door richtlijnen die door de EU zijn opgesteld. In het algemeen zijn er ook grote verschillen te vinden in de manier van bedrijfsvoering van ondernemingen, als gevolg van

cultuur en wetgeving. Zo bestaan er grote verschillen tussen het common law system, waar rechtspraak een belangrijke richting aangevende functie heeft, en het civil law system, dat ook bij ons speelt, waarin rechters enkel de wetten toepassen, maar ze slechts in beperkte mate mogen interpreteren. Andere verschillen zijn te vinden in de aandeelhoudersstructuur en de manier waarop de kapitaalmarkt werkt. Een onderzoek dat wel toepasbaar is voor continentaal Europa, is dat van Dehaene et al. (2001). Zij bevestigden de voorgaande resultaten in hun onderzoek.

2.2.3. Comités in de raad van bestuur

2.2.3.1. Auditcomité

Een andere belangrijke component voor ons onderzoek zijn de gespecialiseerde comités binnen die raad van bestuur. Ook deze werden in eerdere onderzoeken al onder de loep genomen. Het auditcomité en de werking ervan is in verschillende onderzoeken aan bod gekomen. Echter, onderzoek naar de relatie tussen de aanwezigheid van een auditcomité en de prestaties van een onderneming zijn erg beknopt en spreken elkaar tegen. Aldamen et al. (2012) concluderen dat verschillende karakteristieken van het auditcomité een belangrijke invloed kunnen hebben op de prestaties van ondernemingen. Zhou et al. (2018) daarentegen, vonden geen bewijs in verband met de relatie tussen deze twee factoren, waardoor beide onderzoeken lijnrecht tegenover elkaar staan. Naast deze onderzoeken is er weinig te vinden over de al dan niet positieve impact van de aanwezigheid van het auditcomité op financiële prestaties. Wel is vastgesteld dat onafhankelijkheid, grootte en andere kenmerken binnen de raad van bestuur en auditcomités zorgen voor een verbetering van de prestaties (Klein, 1998). Dit is een interessante bevinding voor ons onderzoek, om te kijken wat het effect hiervan is binnen het benoemingscomité.

2.2.3.2. Remuneratie- en benoemingscomité

Ook in het geval van het remuneratiecomité blijft het aantal onderzoeken beperkt. Een recent onderzoek van Agyemang-Mintah (2016) vindt een positieve relatie tussen de aanstelling van een remuneratiecomité en de prestaties van de onderneming. De meeste onderzoeken in deze context beperken zich tot de invloed van het remuneratiecomité op de remuneratie van de CEO. De resultaten zijn niet helemaal onbelangrijk voor dit onderzoek. Cybinski (2013) toont aan dat de remuneratie van een CEO door het remuneratiecomité in grote bedrijven wordt bepaald aan de hand van de prestaties. Door deze maatregel van het remuneratiecomité ontwikkelt de CEO een intrinsieke motivatie om de prestaties van de onderneming te verbeteren. Hoewel het remuneratiecomité duidelijk een belangrijke rol speelt, wil dit niet zeggen dat dit altijd zorgt voor een goed werkende organisatie. Dat bevestigen Appiah et al. (2015) in hun onderzoek, door aan te tonen dat het aantal faillissementen niet verminderd is door de aanwezigheid van een remuneratiecomité. Hieruit kunnen we besluiten dat het comité een belangrijke rol speelt maar dat er nog verschillende andere factoren zijn die meespelen in de prestaties van een bedrijf.

Dit onderzoek spitst zich toe op het benoemingscomité. Het is dus van belang om voorgaande onderzoeken in dat verband te bekijken. Zoals eerder beschreven is het een belangrijke taak van het benoemingscomité om aanbevelingen te doen over de benoeming van bestuurders en leden van het uitvoerend management. Het benoemingscomité heeft dus een rechtstreekse invloed op hoe de raad van bestuur en het topmanagement team is samengesteld.

Een onderzoek dat zich baseert op de resultaten uit het onderzoek van Agyemang-Mintah (2016), is dat van Zraiq et al. (2018). Hun onderzoek omvat ook het remuneratiecomité en het benoemingscomité. Zij vinden een positieve relatie tussen de aanwezigheid van de comités en de prestaties van de ondernemingen. Eerdere onderzoeken van Fama (1980) en Rosenstein en Wyatt (1990) onderzochten reeds of onafhankelijke bestuurders de onafhankelijkheid van de raad van bestuur zou bevorderen, zodat de raad een efficiënt mechanisme zou zijn om de belangen van de stakeholders te kunnen beschermen. Uit resultaten van deze onderzoeken bleek dat er een positieve correlatie bestaat tussen het aantal onafhankelijke bestuurders en corporate performance. Het is de taak van het benoemingscomité om er voor te zorgen dat de raad van bestuur bestaat uit een goede combinatie van onafhankelijke en niet-onafhankelijke bestuurders om zo de kansen op betere prestaties te verhogen. Bij die samenstelling kan ook gekeken worden in hoeverre de diversiteit (percentage mannen en vrouwen, aantal personen met een andere etnische achtergrond, ...) binnen de raad een rol speelt. Het belang van deze diversiteit werd al meerdere malen bestudeerd binnen dit domein. Carter et al. (2003) en Erhardt et al. (2003) bewezen beiden dat er een positief verband bestaat tussen diversiteit in de raad van bestuur en de waarde van een onderneming. De resultaten van deze voorgaande onderzoeken zijn relevant, omdat ze aantonen hoe belangrijk de samenstelling van de bestuursorganen is. Dit is relevant voor ons onderzoek omdat het benoemingscomité een invloed heeft op wie er in de raad van bestuur zetelt.

De rechtstreekse invloed van het benoemingscomité op de prestaties van een bedrijf werden ook al eerder onderzocht. Een studie van Agyemang-Mintah (2015) voerde een gelijkaardig onderzoek in verband met het benoemingscomité zoals eerder besproken naar de invloed van het remuneratiecomité. Dit empirisch onderzoek toont aan dat er een positieve en significante associatie is tussen het benoemingscomité en de financiële prestaties. Maar over het algemeen zijn de onderzoeken in dit onderwerpgebied ook zeer beknopt. Daarbij is de waarde van het benoemingscomité bij Belgische beursgenoteerde bedrijven nog niet eerder onderzocht.

We kunnen dus vaststellen dat deugdelijk bestuur in ondernemingen een belangrijke invloed kan hebben op hun financiële prestaties. Zowel (de samenstelling van) de raad van bestuur en de gespecialiseerde comités kunnen een invloed hebben op die prestaties. Hoewel er bij het auditcomité geen eenduidige resultaten zijn, zien we dat het remuneratiecomité en het benoemingscomité wel een duidelijke invloed hebben op de corporate performance. In het algemeen is er nog weinig onderzoek gedaan naar de rechtstreekse invloed van het benoemingscomité op de financiële prestaties van ondernemingen. Zeker in België is hierover geen recent onderzoek te vinden. Daarom zal dit onderzoek trachten te analyseren of er een relatie bestaat tussen positieve financiële prestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven en de aanwezigheid, de samenstelling en de werking van het benoemingscomité.

3. Hypothesevorming

3.1. De invloed van de aanwezigheid van een benoemingscomité

Zoals eerder besproken beïnvloedt het benoemingscomité de samenstelling van de raad van bestuur. In het verleden zijn verschillende onderzoeken gedaan om een link tussen de samenstelling van de raad en de prestaties van het bedrijf te vinden met een focus op de verschillende karakteristieken binnen die raad. Eén karakteristiek, die veel aandacht heeft getrokken de laatste jaren, is het percentage vrouwen dat zetelt in de raad van bestuur. Deze interesse komt voornamelijk uit het feit dat verschillende ontwikkelde landen reguleringen hebben ingevoerd, waarbij werd aangeraden om het percentage van vrouwen te laten stijgen in de bestuursorganen van bedrijven (Fernández-Temprano et al, 2019). Een andere karakteristiek die vaak terugkomt, is het belang van outsiders in de raad van bestuur. De aandacht van deze karakteristiek komt voort uit de agency theorie. Vanuit dit perspectief worden de raden van bestuur gezien als het belangrijkste mechanisme in een bedrijf om het managementteam te begeleiden en te controleren in functie van de belangen van de aandeelhouders. Daarom is het belangrijk dat bestuurders onafhankelijk zijn van het managementteam (Ruigrok, 2006).

Hoewel er veel onderzoek gedaan is naar deze karakteristieken, zijn de resultaten toch inconsistent. In het geval van diversiteit op vlak van gender zijn er verschillende onderzoekers die hebben aangetoond dat de aanwezigheid van vrouwen in de raad van bestuur wel degelijk de prestaties van een bedrijf kunnen beïnvloeden (Carter et al. 2003; Miller et al. 2009; Fraga et al. 2012; Low et al., 2015; Sutrisno et al. 2019). Anderzijds zijn er ook verschillende onderzoeken die hierbij geen verband vinden (Rose, 2007; Schwizer et al., 2011; Mirza et al., 2012; Marionova et al., 2016; Shehata et al., 2017). Een recent onderzoek van Terjesen et al. (2016) ging echter een stap verder dan de voorgaande onderzoeken en voerde een globaal onderzoek waarbij data gebruikt werd van bijna 4000 bedrijven in 47 landen. Zij hebben aangetoond dat bedrijven met vrouwelijke bestuurders betere prestaties leveren. Door het overkoepelende aspect van dit onderzoek nemen we aan dat de aanwezigheid van vrouwen in de raad van bestuur wel degelijk een rol speelt in de prestaties van ondernemingen. In België werd er al in 2011 een quota opgelegd om de diversiteit in de raad van bestuur te bevorderen (art. 518bis §1 W.Venn., nu art. 7:86 nieuw WVV). Beursgenoteerde bedrijven kregen 5 boekjaren de tijd om ervoor te zorgen dat één derde van de leden van de raad van bestuur van het ander geslacht waren dan de andere leden. In de praktijk kwam dit neer op het zoeken van vrouwelijke bestuurders. Het benoemingscomité heeft als taak advies uitbrengen bij het benoemen van bestuurders. Met de voorgaande onderzoeken, die keken naar de link tussen de aanwezigheid van vrouwen in de raad van bestuur en de prestaties van bedrijven, en de wettelijke verplichting in het achterhoofd, is het een logisch gevolg dat het benoemingscomité bij zijn advies rekening houdt met de bestaande diversiteit van de raad van bestuur en de invloed die zij hierop kunnen hebben. Hieruit volgt de volgende hypothese:

H1a: De aanwezigheid van een benoemingscomité is gelinkt aan meer vrouwen in de raad van bestuur

Op vlak van outsiders in de raad van bestuur zijn de resultaten eensgezinder dan bij genderdiversiteit. Vroeger onderzoek van Baysinger en Butler (1985) toonde al aan dat bedrijven,

waar in de raden meer outsiders zetelden, de prestaties van andere bedrijven met minder outsiders overstegen. Deze stelling werd ook door Dehaene et al. (2001) bevestigd voor Belgische beursgenoteerde bedrijven. Binnen de categorie van "outside directors" wordt nog een onderscheid gemaakt tussen twee groepen, namelijk de niet-onafhankelijke en onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Choi et al. (2007) toonde aan dat de aanwezigheid van outside directors een positief significant effect heeft op de prestatie van ondernemingen. Dit effect is zelfs nog sterker voor onafhankelijke bestuurders dan niet-onafhankelijke bestuurders. Niettegenstaande zijn de meningen over het effect van onafhankelijke bestuurders op de firm performance verdeeld. Wel is er consensus dat onafhankelijke bestuurders een positieve invloed hebben op corporate governance (Iwu-Egwuonwu & Chibuike, 2010). Zoals eerder besproken kan goede corporate governance ook leiden tot betere prestaties van ondernemingen (Gompers et al., 2003; Brown & Caylor, 2006; Bhagat, 2008; Bebchuck et al., 2008; Chung et al., 2017).

Ook hier legt de wet vereisten op over het aantal onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur (Art. 7:97 §3 WVV). Analoog aan de redenering die we volgden bij de vorige hypothese, redeneren we dat het benoemingscomité ook hier rekening houdt met de verhouding van onafhankelijken en niet-onafhankelijken in de raad van bestuur bij het geven van advies. Vanuit deze redenering ontstaat de volgende hypothese:

H1b: De aanwezigheid van een benoemingscomité is gelinkt aan meer onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur

Het benoemingscomité heeft niet enkel een invloed op de samenstelling van de raad van bestuur, maar ook op de samenstelling van het uitvoerend comité. Deze twee bestuursorganen staan in voor het dagelijkse bestuur en het toezicht daarop. De samenstelling van deze organen is erg belangrijk. Dit kan begrepen worden aan de hand van agency theory. In een vennootschap, is er een scheiding tussen eigendom en controle. De eigendom van de aandelen blijft in handen van de aandeelhouders, maar het bestuur wordt toegekend aan management (Kraakman et al. 2017). Beide groepen hebben andere interesses, bijvoorbeeld op vlak van investeringen, uitkeringen, etc., die met elkaar in conflict kunnen komen. Om aan deze conflicten tegemoet te komen, zijn er bepaalde mechanismen uitgewerkt. De rol van de raad van bestuur is er daar één van. Zo houdt de raad van bestuur toezicht op het management en adviseert ze hen bij het nemen van beslissingen. Wanneer er in de raad van bestuur meer onafhankelijke bestuurders zetelen en er meer diversiteit is in de karakteristieken van de bestuurders, zal de kwaliteit en misschien zelfs de omvang van het toezicht hierdoor beïnvloed worden. Ook de resource dependency theory vereist dat er meer aandacht is voor de capaciteiten en de achtergrond van de bestuurders. Deze theorie focust zich op de interne corporate governance en het belang van de beschikbare middelen. De onderneming is voor een groot deel afhankelijk van haar bestuurders. Deze brengen niet alleen ervaring en kennis, maar ook hun reputatie en netwerk dragen bij tot het succes van de onderneming zelf (Pfeffer, 1978, Ruigrok et al, 2006). Door het inrichten van een benoemingscomité zal niet alleen het toezichtsorgaan zijn functie beter kunnen uitoefenen, ook het uitvoerend comité zal beter presteren, wanneer er met meer aandacht gekeken wordt naar de vereisten van de functie bij het zoeken naar een kandidaat (Kaczmarek et al. 2012). We veronderstellen daarom dat het benoemingscomité zal trachten om de meest geschikte personen

aan te wijzen voor de functies binnen deze bestuursorganen. Wanneer de juiste persoon op de juiste plaats zit, kan iedereen zijn capaciteiten ten volle benutten en zo de prestaties van het bedrijf beïnvloeden. Vanuit deze gedachte volgt deze hypothese:

H2a: De aanwezigheid van een benoemingscomité is gelinkt aan betere financiële prestaties van de onderneming

De Corporate Governance Code laat ondernemingen ook toe het benoemingscomité samen te voegen met het remuneratiecomité. Ondernemingen beslissen vaak om deze samen te voegen omwille van het gemak om één comité in te richten in plaats van twee. Eerder werd al onderzoek gedaan naar het verschil in effectiviteit in het voordragen van kandidaten door een benoemingscomité of door de raad van bestuur in het algemeen. Een groep heeft altijd meer kennis dan een individu en het oprichten van een comité laat discussie toe, waardoor nieuwe inzichten kunnen ontstaan (Vafeas 1999). Het oprichten van een benoemingscomité, al dan niet in combinatie met een remuneratiecomité, heeft dus zonder twijfel een positieve invloed op het benoemingsproces van bestuurders. Toch is het ook belangrijk te kijken naar de werking van dit comité. Eén van die elementen kan de invloed zijn op de agenda en de werking door het samenvoegen van het remuneratie- en benoemingscomité. We veronderstellen dat wanneer een benoemingscomité vrij staat van het remuneratiecomité, het dan doelgerichter kan functioneren. Dit vanuit de redenering dat er dan enkel aandacht zal zijn voor agendapunten gerelateerd aan de functie van het benoemingscomité en dat er dan meer tijd genomen kan worden voor deze punten. Bij een samenvoeging zal zowel de agenda als de tijd gedeeld moeten worden over beide functies. Vanuit dit standpunt vormen we de volgende hypothese:

H2b: Een afzonderlijk benoemingscomité is gelinkt aan betere financiële prestaties dan een samengevoegd comité.

3.2. De invloed van de samenstelling van een benoemingscomité

Om de invloed van het benoemingscomité optimaal te onderzoeken is het ook belangrijk om te kijken naar de samenstelling van het comité. Volgens de social identity theory (Turner, 1982) is de sociale identiteit van een persoon gebaseerd op haar lidmaatschap in verschillende groepen of categorieën, gelinkt aan waarneembare en opvallende kenmerken (bv. gender). Deze sociale identiteit zorgt voor een positieve houding tegenover personen met dezelfde kenmerken van sociale identiteit (Ashforth & Mael, 1989; Hogg & Terry, 2000; Tajfel & Turner, 2004). Deze theorie is ook al getest. In de literatuur is al meerdere malen naar voren gekomen dat de karakteristieken van bestuurders in het benoemingscomité, weerspiegeld zullen worden in hun adviezen bij een open zetel in de raad van bestuur (Westphal and Zajac 1995; Westphal and Milton 2000; Kaczmarek et al. 2012). Hieruit leiden we af dat wanneer vrouwen/onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité zetelen, de kans groter is dat personen met dezelfde kenmerken voorgedragen en benoemd zullen worden als bestuurder. Hieruit volgen twee hypothesen:

H3a: Benoemingscomités waarin meer vrouwen aanwezig zijn, zijn positief gelinkt aan het aantal vrouwen in de raad van bestuur

H3b: Benoemingscomités waarin meer onafhankelijken aanwezig zijn, zijn positief gelinkt aan het aantal onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur

Aangezien de samenstelling van de raad van bestuur en het uitvoerend comité een invloed hebben op de prestaties van de onderneming, kunnen we voortbouwend op de hypothesen 3a en 3b de volgende hypothesen formuleren. De hoofdgedachte van deze hypothesen houdt in dat de samenstelling van het benoemingscomité een invloed heeft op de prestaties van een onderneming. Als blijkt dat hypothesen 3a en 3b significant positief zijn, dan houdt dat in dat de samenstelling van het benoemingscomité een rol speelt in de samenstelling van de raad van bestuur. Vanuit het theoretisch kader van hypothesen 1a en 1b, waarin we verklaard hebben dat onafhankelijkheid en genderdiversiteit een effect hebben op de prestaties van de onderneming, ontstaan de volgende hypothesen:

H4a: Een benoemingscomité waarin meer onafhankelijken aanwezig zijn, is positief gelinkt aan betere financiële prestaties van de onderneming

H4b: Een benoemingscomité waarin meer vrouwen aanwezig zijn, is positief gelinkt aan betere financiële prestaties van de onderneming

3.3. De invloed van de werking van een benoemingscomité

Naast het feit dat het benoemingscomité instaat voor de herbenoeming en opvolging van leden van de raad en het uitvoerend comité, is zij ook verantwoordelijk voor de prestatie-evaluatie van deze leden (Principe 4 en 9, Corporate Governance Code). Het benoemingscomité heeft daarom een grote verantwoordelijkheid ten opzicht van de verschillende stakeholders van de onderneming. Het bestaan van een comité is niet voldoende, het comité moet ook voldoende tijd nemen om haar functie uit te oefenen. Om haar functie uit te oefenen, moeten bepaalde elementen aanwezig zijn. Zo is het belangrijk dat de leden de juiste expertise hebben, er voldoende middelen zijn en dat er duidelijk afgelijnde taken zijn. Hoewel er voor het benoemingscomité nog geen onderzoeken uitgevoerd zijn naar de frequentie, kan een vergelijking met andere comités wel gemaakt worden. De effectiviteit van een orgaan is gelinkt aan de activiteit (Vafeas 1999). Onderzoek wees al uit dat, hoe actiever een auditcomité is, hoe beter hun rapporteringen waren. Een analoge redenering kan gemaakt worden (Beasley et al., 2000; McMullen & Raghunandan, 1996; Abbott et al., 2000; Xie et al., 2003, Stewart and Munro, 2007). Ook voor het remuneratiecomité werd deze link al gelegd (Nelson et al. 2010, Sutharson et al 2016). Een benoemingscomité dat niet enkel samenkomt wanneer een nieuwe bestuurder benoemd moet worden, maar ook los daarvan, kan meer tijd nemen voor de evaluatie van de zetelende bestuurders. Omdat het hier gaat over belangrijke taken, moet voor elk aspect voldoende tijd genomen worden. Vanuit deze gedachte, kan er ook gekeken worden of het aantal bijeenkomsten van het benoemingscomité een belangrijke rol speelt:

H5: Benoemingscomités die meer samenkomen zijn gelinkt aan betere financiële prestaties van bedrijven

4. Methodologie

4.1. Dataverzameling

Om informatie te verkrijgen over de samenstelling van de raden van bestuur en zijn comités, werden de jaarverslagen van de boekjaren van 2015 tot en met 2018 verzameld van de vennootschappen genoteerd op Euronext Brussel. Van de 186 genoteerde bedrijven, werden er 62 gebruikt voor de analyse. Eerst en vooral werden de bedrijven uit de financiële sector uitgesloten, aangezien het wetgevend kader voor hen heel andere eisen stelt. Hierna bleven er nog 121 bedrijven over. Verschillende bedrijven hadden hun hoofdzetel niet in België, waren aan een buitenlands rechtssysteem onderworpen, of kozen ervoor enkel hun aandelen te verhandelen zonder genoteerd te zijn op de Brusselse beurs, waardoor ze ook van de analyse uitgesloten werden. Van de overblijvende 121 bedrijven werden om die reden opnieuw 59 ondernemingen uit de sample gehaald. Deze handelingen zorgden er voor dat de uiteindelijke sample bestaat uit 62 Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Van de 62 overblijvende bedrijven, werd uit de jaarverslagen informatie over de samenstelling van de raad van bestuur, het bestaan en de samenstelling van de comités gehaald. Zo hebben we gekeken naar het aantal uitvoerende, onafhankelijke niet-uitvoerende, niet-onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders en het aantal vrouwen. Wat de comités betreft, keken we zowel naar het aantal comités en de functies van de comités. Hierdoor kon er een onderscheid gemaakt worden tussen bedrijven die ervoor kozen het benoemingscomité samen te voegen met het remuneratiecomité. Specifiek voor het benoemingscomité werd er ook gekeken naar het aantal bijeenkomsten en de samenstelling, op dezelfde manier zoals gebeurde voor de raad van bestuur: het aantal uitvoerende, onafhankelijke niet-uitvoerende, niet-onafhankelijke niet-uitvoerende en vrouwelijke bestuurders. Als referentiepunt werd altijd gekeken naar de gegevens van het begin van het boekjaar. Dit werd gedaan omdat de samenstelling vaak verandert doorheen het jaar en om zo de gegevens consistent en goed vergelijkbaar te houden.

Om verschillende hypotheses te testen werd er ook gebruik gemaakt van financiële cijfers van de verschillende bedrijven. Deze gegevens hebben we verkregen via de databank Belfirst van Bureau van Dijk. Hieruit werden gegevens gehaald voor dezelfde bedrijven zoals hierboven vermeld werd. De gegevens uit deze databank bestonden vooral uit de financiële gegevens zoals ROA, total assets, marktwaarde, schulden, etc. In deze databank ontbraken echter gegevens voor enkele bedrijven, waardoor we kunnen spreken van 'unbalanced' data.

4.2. Variabelen

De gebruikte afhankelijke en onafhankelijke variabelen verschillen, afhankelijk van de hypothese die getest wordt. Bij het bepalen van de variabelen werden de verschillende hypotheses onderverdeeld in groepen, namelijk groep 1 en groep 2. Groep 1 bestaat uit hypotheses H1a, H1b, H3a en H3b. Dit zijn de hypotheses die testen op de invloed van het benoemingscomité op de samenstelling van de raad van bestuur. Groep twee zal bestaan uit de hypotheses H2a, H2b, H4a, H4b en H5. Met deze hypotheses wordt de link naar de bedrijfsprestaties gelegd.

4.2.1. Afhankelijke variabelen

Om de eerste groep hypothesen te testen wordt gebruik gemaakt van vier verschillende afhankelijke variabelen. De afhankelijke variabelen voor hypothesen 1a en 1b zijn:

- **Percentage vrouwen in de raad van bestuur (RvB_Vrouwen)**
Deze variabele geeft aan hoeveel vrouwen er in de raad van bestuur zetelen. De variabele wordt gemeten door het aantal vrouwen in de raad van bestuur te delen door het totaal aantal leden van de raad van bestuur.
- **Percentage onafhankelijken in de raad van bestuur (RvB_Onafhankelijk)**
Hier geldt hetzelfde principe. Dit percentage wordt ook gemeten door het aantal onafhankelijken in de raad van bestuur te delen door het totaal aantal leden.

Voor de hypothesen 3a en 3b is gekozen voor andere afhankelijke variabelen. De leden van het benoemingscomité zijn bijgevolg altijd ook leden van de raad van bestuur. Indien we voor elk jaar het percentage vrouwen/onafhankelijken in het benoemingscomité zouden vergelijken met het percentage vrouwen/onafhankelijken in de raad van bestuur, zou de uitkomst niet volledig betrouwbaar zijn. Daarom is gekozen om variabelen te creëren die de verandering weergeven van de samenstelling van de raad van bestuur.

- **Verandering in aantal vrouwen in de raad van bestuur (RvB_Vrouwen-Change)**
Deze variabele geeft het verschil in aantal weer over de verschillende jaren. De waarde voor 2016 is de stijging of daling van het aantal vrouwen tussen 2015 en 2016. Voor 2017 en 2018 is dit de stijging of daling tussen respectievelijk 2016 en 2017, 2017 en 2018. De waardes worden weergegeven als de natuurlijke verandering.
- **Verandering in aantal onafhankelijken in de raad van bestuur (RvB_Onafhankelijk-Change)**
Deze variabele werd op dezelfde manier opgesteld als de verandering van het aantal vrouwen in de raad van bestuur.

De tweede groep hypothesen wordt getest door te kijken naar de bedrijfsprestaties. De afhankelijke variabelen die daarvoor in dit onderzoek gebruikt worden, zijn:

- **Return on Assets (ROA)**
ROA is een boekhoudkundige indicator die verkregen wordt door het netto inkomen te delen door het totaal aantal activa van de vennootschap. In de literatuur krijgt deze afhankelijke variabele de voorkeur, omdat ze niet beïnvloed wordt door leverage, buitengewone activa en andere discretionaire elementen (Barber and Lyon, 1996; Core, Guay and Rusticus, 2006). Ook veranderingen in de kapitaalmarkt hebben geen invloed op ROA (Kallamu and Saat, 2014). Het veelvuldig gebruik in onderzoeken (Brown and Caylor, 2008; Haniffa and Hudaib, 2006; Kiel and Nicholson, 2003; Muth and Donaldson, 1998; Vafeas, 1999; Wintoki et al., 2010) heeft ertoe geleid dat het de meest aanvaarde maatstaf is om het effect van corporate

governance mechanismen te meten, aangezien ze gedrag van bestuurders reflecteert (Hutchinson and Gul, 2004; Barka and Legendre, 2017). Voor de tweede groep van hypothesen wordt er gekeken naar de invloed van corporate governance mechanismen, namelijk de invloed van de samenstelling en het bestaan van een nominatiecomité, op de bedrijfsprestaties. ROA is daarom de aangewezen afhankelijke variabele.

- **Tobin's Q**

Waar ROA een indicator is voor de effectiviteit van corporate governance mechanismen, geeft Tobin's Q ook een reflectie van de manier waarop de markt naar de onderneming kijkt (Haniffa and Hudaib, 2006). Tobin's Q wordt in dit onderzoek berekend door de marktwaarde te delen door het totaal aantal activa van de onderneming. Tobin's Q is een maatstaf voor de prestaties van een onderneming, waarbij de marktwaarde en het gebruik van de activa samen met het groeipotentieel worden bekeken en zo kan er een voorspelling van toekomstige investeringen gemaakt worden (Christensen et al., 2010). Het gebruik van deze afhankelijke variabele laat toe om ook een inschatting te maken van het effect op langere termijn.

4.2.2. Onafhankelijke variabelen

In deze masterproef wordt gebruik gemaakt van zes onafhankelijke variabelen. De eerste twee variabelen hebben betrekking op de aanwezigheid van een benoemingscomité, de volgende drie op de samenstelling van het benoemingscomité en de laatste op de werking ervan.

- **Benoemingscomité (BC)**

Deze variabele geeft aan of het bedrijf al dan niet een benoemingscomité heeft ingericht. Voor deze variabele wordt een dummy gebruikt. De dummy is "1" als een benoemingscomité aanwezig is. Als dit niet het geval is de dummy "0".

- **Benoemingscomité apart (BC_Apart)**

Als aan de variabele "benoemingscomité" is voldaan, zal deze dummy variabele aangeven of het bedrijf er al dan niet voor gekozen heeft een zelfstandig benoemingscomité in te richten. De dummy zal "1" zijn als het benoemingscomité apart is ingericht. Als er voor gekozen is om het benoemingscomité samen te voegen met het remuneratiecomité zal de dummy "0" zijn.

- **Percentage vrouwen in het benoemingscomité (BC_Vrouwen)**

Deze variabele wordt gemeten door het aantal vrouwen in het benoemingscomité te delen door het totaal aantal leden van het benoemingscomité.

- **Percentage onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité (BC_Onafhankelijk)**

Deze variabele wordt weergegeven als het aantal onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité gedeeld door het totaal aantal leden van het benoemingscomité.

- **Aantal bijeenkomsten van het benoemingscomité (BC_bijeenkomst)**

Deze variabele geeft aan hoeveel keer het benoemingscomité is samengekomen in één jaar.

4.2.3. Controle variabelen

Om te vermijden dat er in onze analyses omitted variable bias optreedt, zullen er ook controlevariabelen toegevoegd worden. Deze variabelen zijn als volgt:

- **Grootte bedrijf (Firm_Size)**

Eerder onderzoek heeft aangetoond dat bedrijfsprestaties gelinkt zijn aan de grootte van een onderneming (Fama & French, 1992). De grootte van het bedrijf wordt bepaald aan de hand van zijn totale activa.

- **Leeftijd bedrijf (Firm_Age)**

Een tweede controlevariabele die gebruikt wordt, is de leeftijd van het bedrijf. De prestaties van een bedrijf kunnen ook beïnvloed worden door hun leeftijd. Oudere bedrijven hebben een grotere kans om kosten efficiënt te verminderen (Ang et al., 2000). De variabele leeftijd wordt weergegeven als het verschil tussen het huidige jaar en de datum van oprichting.

Tenslotte zal er in de regressies ook gebruik gemaakt worden van een tijdsdummy. Deze dummy wordt gebruikt om te controleren voor een tijdseffect.

4.3. Regressies & assumpties

4.3.1. Regressievergelijkingen

Voor het testen van de hypothesen wordt gebruik gemaakt van STATA. Daarin zullen we verschillende regressievergelijkingen opstellen om te kijken of er significante verbanden zijn. Voor hypothesen één (a en b) en vier (a en b) zien de regressies er als volgt uit:

$$RvB_Vrouwen_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + e_{i,t}$$

$$RvB_Onafhankelijk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + e_{i,t}$$

$$RvB_Vrouwen-Change_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Vrouwen_{i,t} + e_{i,t}$$

$$RvB_Onafhankelijk-Change_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_onafhankelijk_{i,t} + e_{i,t}$$

Voor de hypothesen die gaan testen voor de bedrijfsprestaties worden hier enkel de vergelijkingen met ROA weergegeven. De vergelijkingen met Tobin's Q zijn identiek aan deze, ondanks dat de afhankelijke variabele zal verschillen.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Apart_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Onafhankelijk_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Vrouwen_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Bijeenkomst_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

4.3.2. Outliers

De database wordt gecontroleerd op uitschieters. Om te achterhalen of er grote uitschieters zijn bij de afhankelijke variabelen ROA en Tobin's Q, zullen we hiervoor moeten testen. In tabel 1 zien we een uiteenzetting van de verschillende percentielen van de variabele ROA. Deze tabel geeft aan dat er toch enkele uitschieters zijn wat deze variabele betreft. Er wordt besloten om deze uitschieters aan te passen aan de hand van 'winsorizing'. Dit houdt in dat extreme waarden aangepast zullen worden naar de waarden van de volgende data, die we niet als uitschieters beschouwen. We gebruiken de methode van winsorizen omdat er sprake is van een tamelijk kleine steekproef, waardoor het niet opportuun is om nog extra observaties te verwijderen. Via deze methode kunnen we de observaties, waarvoor uitschieters gevonden werden, nog steeds behouden. In tabel 1 kunnen we zien dat bij het percentiel van 99%, aan de onderzijde nog steeds een grote uitschieter zit, namelijk -179.62. Daarom is er gekozen om te winsorizen voor 90% (5% boven – en onderaan), waardoor de uitschieters toch beperkt blijven. Dit proces herhalen we op dezelfde manier bij Tobin's Q, waar ook gekozen is om te winsorizen voor 90%. De variabelen Tobin's Q en ROA zijn gekopieerd in STATA, respectievelijk onder de variabelen tobinsq_w en ROA_w, zodat originele gegevens niet verloren gaan.

ROA				
	Percentiles	Smallest		
1%	-179.62	-756.71		
5%	-24.24	-265.83		
10%	-5.05	-179.62	Obs	218
25%	.5	-96.31	Sum of Wgt.	218
50%	4.435		Mean	-1.709358
		Largest	Std. Dev.	57.42794
75%	8.79	33.57		
90%	13.51	33.69	Variance	3297.968
95%	21.94	33.71	Skewness	-11.09868
99%	33.69	35.69	Kurtosis	140.8473

Tabel 1: gedetailleerde samenvatting van variabele ROA

4.3.3. Random- of fixed-effects regressiemodellen

Voor het uitvoeren van regressies op paneldata kan gebruik gemaakt worden van fixed-of random-effects regressiemodellen. De fixed-effects regressie is een methode om te controleren voor omitted variables in panel data wanneer de weggelaten variabelen verschillen tussen entiteiten maar niet veranderen doorheen de tijd (Stock & Watson, 2015). Het random-effects model onderzoekt hoe groepen en/of tijd, de varianties beïnvloeden (Park, 2011). Om te weten welk regressiemodel we moeten gebruiken bij de verschillende hypothesen wordt eerst een test uitgevoerd. De test die hiervoor gebruikt wordt is de Hausman test. De nulhypothese (die niet verworpen kan worden wanneer de p-waarde > 0.05) van deze test houdt in dat het random-effect model de gewenste keuze is. De alternatieve hypothese zegt dat het fixed-effects model de juiste keuze is. Aan de hand van de waarde van Chi kwadraat wordt besloten of een fixed- of random-effect model aangewezen is. Deze test zal uitgevoerd worden voor elke regressie om te kijken welk model het meest geschikt is.

4.3.4. Multicollineariteit

Perfekte multicollineariteit komt voor wanneer één van de regressors een perfecte lineaire combinatie is van de andere regressors. Daarnaast is imperfecte multicollineariteit een teken dat één van de regressors sterk gecorreleerd (maar niet perfect) is met de andere regressors. (Stock & Watson, 2015). In tegenstelling tot perfecte multicollineariteit, kan men bij imperfecte multicollineariteit nog steeds de regressie uitvoeren, maar kunnen één of meerdere regressors onnauwkeurig geschat worden. Multicollineariteit kunnen we testen aan de hand van de *Variance Inflation Factor* (VIF). In eerdere literatuur zijn er veel verschillende meningen over de maximum waarde die de VIF mag aannemen. Veel voorgestelde waarden zijn 5 (Kline, 1998) en 10 (Hair et al., 2009). Voor elke regressievergelijking zullen we de VIF-waardes testen en kijken of er een effect van multicollineariteit aanwezig is aan de hand van deze twee drempelwaarden. Als we alle onafhankelijke variabelen testen met als afhankelijke variabele ROA, dan zien we dat geen enkele variabele een hogere VIF waarde heeft dan 5 (tabel X). Dit werd ook getest voor de andere afhankelijke variabelen. Er kan dus van uit gegaan worden dat er geen sterke multicollineariteit aanwezig is. Een beperkte mate van multicollineariteit kan echter niet worden uitgesloten in deze dataset.

Variabele	VIF	1/VIF
BC_Onafhankelijk	4.11	0.243029
BC	3.85	0.259870
BC_Apart	1.74	0.575498
BC_Vrouwen	1.22	0.818609
Firm_Age	1.13	0.888236
Firm_Size	1.06	0.943613
Mean VIF	2.18	

Tabel 2: VIF-tabel met ROA als afhankelijke variabele

4.3.5. Autocorrelatie & heteroskedasticiteit

Bij het testen van autocorrelatie wordt er gekeken naar de onafhankelijkheid van errortermen. Seriële correlatie in paneldata beïnvloeden de standaardfouten en zorgen ervoor dat de resultaten minder efficiënt zijn (Drukker, 2003). In dit onderzoek zal getest worden op autocorrelatie aan de hand van de Wooldridge test voor seriële correlatie, die in het onderzoek van Drukker (2003) ook werd aangewezen als de voornaamste test voor panel data. De nulhypothese van deze test veronderstelt dat er geen autocorrelatie aanwezig is. Wanneer de p-waarde kleiner zou zijn dan 0.05 moet de nulhypothese verworpen worden op 5% significantieniveau en is er wel autocorrelatie aanwezig. Deze test zal telkens uitgevoerd worden voor elke regressievergelijking. Wanneer blijkt uit de test dat er autocorrelatie aanwezig is, zullen de errortermen geclusterd worden om het probleem van autocorrelatie tegen te gaan. Door het clusteren van de standard errors rond de 'unit identifier', in dit geval het bedrijf, kan het probleem van autocorrelatie gecorrigeerd worden.

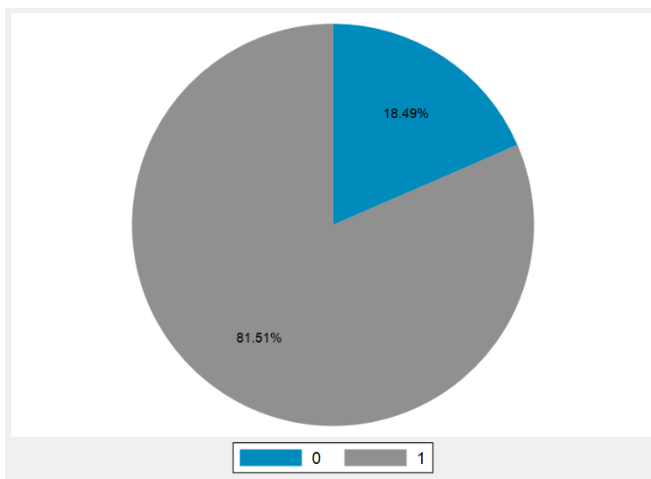
Bij het uitvoeren van regressieanalyses wordt verondersteld dat er geen heteroskedasticiteit aanwezig mag zijn. Indien dit wel het geval is, worden de significantietesten overschat. Om te testen voor heteroskedasticiteit zal gebruik gemaakt worden van de 'Likelihood ratio' test (LR-test). Wanneer p-waarde in het resultaat kleiner is dan 0.05, is de test significant en kan uitgegaan worden van heteroskedasticiteit. Ook heteroskedasticiteit zal voor elke regressievergelijking getest worden. Wanneer er sprake is van heteroskedasticiteit in de regressievergelijking, zal er gewerkt worden met de robuuste errortermen.

5. Resultaten

5.1. Comités

5.1.1. Aanwezigheid van het benoemingscomité

Zoals eerder beschreven is het oprichten van een benoemingscomité aangeraden door de raad van bestuur evenals een audit – en remuneratiecomité. Echter dankzij het comply and explain-principe kunnen bedrijven van deze richtlijn afwijken door hun keuze voldoende te motiveren. In figuur 1 is te zien hoe ondernemingen in werkelijkheid omgaan met deze regelgeving, waarbij de waarde “0” aangeeft dat het bedrijf geen benoemingscomité inricht en waarde “1” aangeeft dat ze dit wel doen. De figuur toont aan dat in meer dan 80% van de gevallen, een onderneming toch kiest om de richtlijn van de Corporate Governance Code te volgen, en een benoemingscomité in te richten. Deze resultaten tonen aan dat ondernemingen de richtlijnen van de Corporate Governance Code, omtrent het benoemingscomité, in het algemeen goed opvolgen.

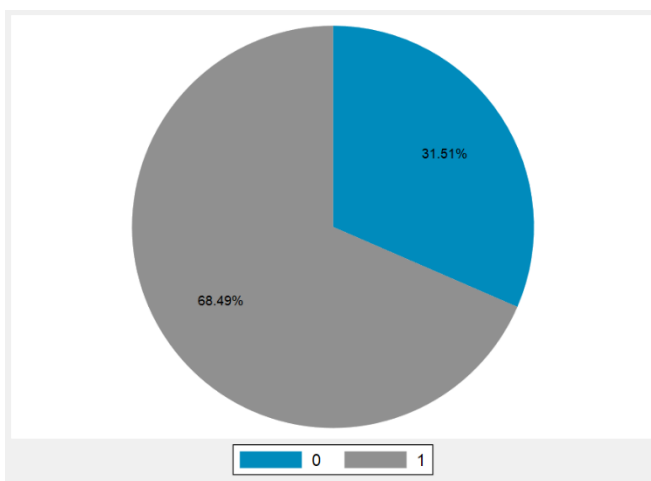


Figuur 1: Aanwezigheid van het benoemingscomité

In de jaarverslagen van de bedrijven die geen benoemingscomité hebben ingericht, werd gekeken naar de motivering hiervoor. Hoewel de wet het comply or explain-principe verankerde, werd in slechts één enkel jaarverslag een motivering gevonden. Sucraf gaf aan dat hun omvang te beperkt was om een benoemingscomité in te richten. Bij de andere vennootschappen werd in de jaarverslagen geen duidelijke motivering gevonden voor het niet inrichten van het benoemingscomité. Nochtans zijn de bestuurders verplicht een jaarverslag op te stellen, waarin zij rekenschap geven van hun beleid (art. 95 W.Venn, art. 3:5 WVV.). Het jaarverslag moet volgens de wet ook de onderbouwde redenen bevatten, wanneer afgeweken wordt van bepaalde principes van de Corporate Governance Code (art. 96 §2 2° W.Venn, art. 3:6, §2, 2° WVV). Aangezien het dus een wettelijke verplichting is om deze motivering op te nemen in het jaarverslag, kunnen bestuurders theoretisch gezien aansprakelijk gehouden worden voor de afwezigheid daarvan (art. 528 W.Venn, art. 2:56 WVV). Aangenomen wordt dat de voornaamste reden voor het niet inrichten van een benoemingscomité een beperkte omvang is, zoals ook Sucraf aangaf.

5.1.2. Het benoemings- en remuneratiecomité

Bovenstaande figuur toont echter alleen of er effectief een benoemingscomité aanwezig is. De Corporate Governance Code laat ondernemingen ook toe om het benoemingscomité samen te voegen met het remuneratiecomité. Om te zien hoe ondernemingen met deze suggestie omgingen, wanneer de waarde voor de variabele benoemingscomité gelijk was aan "1", werd er onderzocht of deze dan samen met het remuneratiecomité werd ingericht of gescheiden. Figuur 2 toont aan dat, wanneer een onderneming er voor koos om een benoemingscomité op te richten, dat ze in 68% van de gevallen besloot om deze te combineren met het remuneratiecomité. Bedrijven kiezen er dus vaak voor om deze comités samen te voegen. In de jaarverslagen geven bedrijven echter zelden een verklaring waarom ze deze comités samenvoegen. De Corporate Governance Code vereist ook geen verklaring van vennootschappen over de keuze om al dan niet samen te voegen. Een reden hiervoor zou kunnen zijn dat het efficiënter is op vlak van planning en vergaderingen.



Figuur 2: Benoemingscomité gecombineerd met remuneratiecomité

5.1.3. De samenstelling van het benoemingscomité

Naast de aanwezigheid van het benoemingscomité en de keuze om al dan niet samen te voegen met het remuneratiecomité, werd er ook gekeken naar de samenstelling van dit benoemingscomité. In tabel 3 zijn enkele van de gegevens in verband met de samenstelling van het benoemingscomité weergegeven. Aan deze tabel zijn enkele variabelen toegevoegd, die niet in de regressies worden opgenomen, namelijk de grootte van het benoemingscomité (BC_Size), het aantal uitvoerende bestuurders (BC_Uitvoerend) en het aantal niet-onafhankelijke bestuurders (BC_NietOnafhankelijk). Deze zijn toegevoegd om een globaal beeld te kunnen vormen over hoe benoemingscomités in Belgische beursgenoteerde ondernemingen zijn samengesteld. De gegevens in verband met het aantal uitvoerende en niet-onafhankelijken worden uitgedrukt als percentages.

De enige richtlijn, die de Corporate Governance Code geeft, is dat het comité moet bestaan uit een meerderheid van onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Wat opvalt is dat ondernemingen deze richtlijn zeer goed opvolgen. Gemiddeld zijn 62% van de leden van het benoemingscomité onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Andere opmerkelijke gegevens zijn dat vrouwen vaak in de minderheid zijn en dat het percentage uitvoerende bestuurders (4%) zeer laag is. Dit laatste

kan verklaard worden doordat het benoemingscomité vaak beslissingen moet nemen in verband met opvolging of aanstelling van leden van het uitvoerend management, waardoor de aanwezigheid van een uitvoerend bestuurder niet altijd wenselijk is. Een uitvoerende bestuurder zal hierbij niet enkel het belang van de onderneming in zijn achterhoofd hebben, maar ook zijn eigen belangen.

Variabele	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
BC_Size	194	3,48	1,02	2	10
BC_Uitvoerend	194	0,04	0,10	0	0,40
BC_Onafhankelijk	194	0,62	0,21	0	1
BC_NietOnafhankelijk	194	0,34	0,20	0	1
BC_Vrouwen	194	0,21	0,22	0	1
BC_Bijeenkomsten	186	3,11	1,45	0	8

Tabel 3: Summary variabelen benoemingscomité

5.2. Beschrijvende statistieken

In onderstaande tabel (tabel 4) wordt een samenvatting gegeven over de variabelen die gebruikt zullen worden in de regressies. Enkel de dummy variabelen (BC en BC_Apart) zijn niet aan deze tabel toegevoegd aangezien hun waarden niet relevant zijn. Daarnaast zijn deze ook reeds besproken in het hoofdstuk 5.1. De summary werd ook uitgevoerd zonder de uitschieters voor ROA en Tobin's Q, omdat deze een vertekend beeld zouden geven van de gemiddelden en standaarddeviaties. De variabelen, die het percentage vrouwen en onafhankelijken in het benoemingscomité en het aantal bijeenkomsten weergeven, werden al voorgesteld in de tabel met gegevens over de samenstelling van het benoemingscomité. Deze werden echter opnieuw voorgesteld in tabel 4 om een volledig beeld te geven van de beschrijvende statistieken van de variabelen, die gebruikt zullen worden in de regressievergelijkingen. Wat vooral opvalt is dat de ondernemingen, opgenomen in de sample, erg verschillen op vlak van grootte (gemeten als total assets) en leeftijd. Dit ondersteunt ook de beslissing om deze variabelen op te nemen als controlevariabelen voor de regressies. Daarnaast zien we ook een positief gemiddelde voor de veranderingen van de samenstelling van de raad van bestuur. De stijging is in dit geval wel hoger voor vrouwen dan onafhankelijken.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Afhankelijke variabelen					
ROA	218	3,787	9,748	-24,240	21,940
TobinsQ	189	1,200	1,200	0,157	5,168
RvB_Vrouwen	238	0,238	0,125	0	0,600
RvB_Vrouwen-Change	177	0,031	0,072	-0,250	0,333
RvB_Onafhankelijk	238	0,423	0,161	0	1
RvB_Onafhankelijk-Change	177	0,006	0,094	-0,371	0,371
Onafhankelijke variabelen					
BC_Onafhankelijk	238	0,506	0,304	0	1
BC_Vrouwen	238	0,172	0,215	0	1
BC_Bijeenkomsten	230	2,517	1,792	0	8
Controle variabelen					
Firm_Age	245	46,48	35,90	1	138
Firm_Size	229	1 332 804	1 945 204	0,039	10 057 676

Tabel 4: Beschrijvende statistieken

Om een beeld te krijgen van de onderlinge samenhang van de verschillende variabelen wordt er in tabel 5 een overzicht gegeven aan de hand van een correlatiematrix. De gegevens in die correlatiematrix ontstaan vanuit 172 observaties, door de ontbrekende data voor ROA en Tobin's Q. Eerst en vooral zien we een significante relatie tussen Tobin's Q en ROA. Dit geeft geen probleem voor de regressievergelijkingen, omdat deze variabelen in verschillende regressievergelijkingen voorkomen. Daarnaast zien we dat alle variabelen in verband met de samenstelling van het benoemingscomité sterk gecorreleerd zijn met de variabele benoemingscomité. Dit is een logisch effect aangezien deze variabelen afhankelijk zijn van de aanwezigheid van een benoemingscomité.

	ROA	TobinsQ	RvB_Vrouwen	RvB_Vrouwen-Change	RvB_Onafhankelijk	RvB_Onafhankelijk-change	BC	BC_Apart	BC_Onafhankelijk	BC_Vrouwen	BC_Bijeenkomsten	Firm_Age	Firm_Size
ROA	1												
TobinsQ	0.490***	1											
RvB_Vrouwen	0.137	0.261**	1										
RvB_Vrouwen-Change	0.0302	0.0327	0.306***	1									
RvB_Onafhankelijk	0.104	0.0935	0.123	-0.0393	1								
RvB_Onafhankelijk-change	-0.116	-0.0175	0.110	0.0851	0.276**	1							
BC	-0.215*	-0.0142	0.197*	-0.0408	-0.225*	0.0620	1						
BC_Apart	-0.0557	-0.0569	0.0406	-0.00672	-0.0645	0.0275	0.160	1					
BC_Onafhankelijk	-0.201*	-0.00214	0.194*	0.00168	-0.0910	0.0896	0.747***	-0.307***	1				
BC_Vrouwen	-0.140	-0.140	0.451***	0.0112	-0.0484	0.0772	0.348***	-0.0810	0.350***	1			
BC_Bijeenkomsten	-0.0821	0.0313	0.128	-0.191*	-0.0735	0.0178	0.624***	-0.164	0.600***	0.430***	1		
Firm_Age	0.0585	-0.151	0.129	0.164	-0.175*	0.00701	-0.0141	-0.0467	-0.106	0.0892	-0.114	1	
Firm_Size	0.0207	-0.212*	0.124	-0.0693	-0.0956	0.0788	0.109	0.101	0.0533	0.259**	0.150	0.215*	1

* Correlatie is significant op het 0.05 niveau (tweezijdig)

** Correlatie is significant op het 0.01 niveau (tweezijdig)

*** Correlatie is significant op het 0.001 niveau (tweezijdig)

Tabel 5: Correlatiematrix

5.3. Empirische analyse

Om de verschillende hypothesen te onderzoeken zullen in dit hoofdstuk de regressievergelijkingen uitgevoerd en besproken worden. Eerst zal er gekeken worden naar de invloed van de aanwezigheid van het benoemingscomité op de raad van bestuur. Daarna zal gekeken worden naar de invloed op de prestaties.

5.3.1. Effect van het benoemingscomité op de raad

Aanwezigheid van een benoemingscomité

De eerste groep hypothesen die getest zullen worden, zijn de hypothesen die het effect van de aanwezigheid van een benoemingscomité op de samenstelling van de raad van bestuur onderzoeken. De vraag, die in deze hypothesen gesteld wordt, is of de aanwezigheid van een benoemingscomité een invloed heeft op het aantal vrouwen en onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur. De regressievergelijking in verband met deze hypothesen zijn:

$$(1) RvB_Vrouwen_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(2) RvB_Onafhankelijk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + e_{i,t}$$

Vooraleer er een regressievergelijking gemaakt kan worden moet in STATA getest worden of er gebruik gemaakt moet worden van een fixed- of random-effect regressiemodel. Na het uitvoeren van de Hausman test voor deze twee vergelijkingen, wordt er geen significantie gevonden, wat wil zeggen dat de nulhypothese voor de Hausman test niet verworpen wordt. Voor deze regressievergelijkingen zal daarom gebruik gemaakt worden van het random-effect model.

Vervolgens werd getest voor autocorrelatie in deze regressievergelijkingen. Uit deze test bleek dat zowel bij de eerste als tweede vergelijking de p-waardes kleiner zijn dan 0,05, namelijk respectievelijk 0,000 en 0,0499. Dit wil zeggen dat de nulhypothese wordt verworpen op 5% significantieniveau en dat er wel degelijk autocorrelatie aanwezig is. Voor zowel regressievergelijking 1 en 2 gaan we de standard errors clusteren.

Tenslotte werd er getest op heteroskedasticiteit binnen deze regressies. De resultaten voor deze testen zijn significant. Dit houdt in dat zowel de eerste als de tweede regressievergelijking heteroskedastisch is. Om heteroskedasticiteit tegen te gaan, zal in de tweede regressievergelijking gebruikt gemaakt worden van robuuste standard errors.

Tabel 6 geeft een samenvatting van de resultaten van deze twee regressievergelijkingen. Uit de resultaten blijkt dat er geen significant effect is van de aanwezigheid van het benoemingscomité op het percentage vrouwen en het percentage onafhankelijken in de raad van bestuur. De regressie met het aantal vrouwen heeft wel een positieve coëfficiënt, maar toont geen significantie. We zien wel dat er een significant tijdseffect is voor de eerste regressievergelijking op 1% significantieniveau.

Afhankelijke variabelen:	(1) RvB_Vrouwen	(2) RvB_Onafhankelijk
Benoemingscomité	0.043 (0.027)	-0.019 (0.070)
Jaar		
2016	0.027*** (0.008)	-0.003 (0.012)
2017	0.065*** (0.012)	0.007 (0.012)
2018	0.093*** (0.015)	0.019 (0.015)
Constant		
Constant	0.154*** (0.025)	0.429*** (0.067)
Summary statistics		
Observations	238	238
R-squared	0,102	0,002
χ^2	54,80***	2,01
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1; standard errors tussen haakjes		

Tabel 6: Regressievergelijkingen invloed van BC op samenstelling RvB

Samenstelling van het benoemingscomité

De tweede groep hypothesen in dit stuk hebben betrekking op de invloed van de samenstelling van het benoemingscomité, op de samenstelling van de raad van bestuur. De hoofdgedachte bij deze hypothese is dat het percentage vrouwen en onafhankelijken in het benoemingscomité een invloed hebben op dezelfde kenmerken in de raad van bestuur. Om dit te onderzoeken wordt getracht een relatie te vinden tussen de stijging of daling van het aantal vrouwen en onafhankelijken in de raad van bestuur met de samenstelling van het benoemingscomité. De regressievergelijkingen zijn als volgt:

$$(1) RvB_Vrouwen-Change_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Vrouwen_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(2) RvB_Onafhankelijk-Change_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_onafhankelijk_{i,t} + e_{i,t}$$

De werkwijze voor het opstellen van de regressievergelijkingen is analoog aan de methode die eerder gebruikt is. Eerst en vooral werd de Hausman test uitgevoerd om te bepalen welke methode gebruikt moest worden. Beiden testen van Hausman wezen uit dat de nulhypothese niet verworpen kan worden bij een significantieniveau van 5%. Voor beide regressievergelijkingen werd daarom gebruik gemaakt van het random-effect model.

Vervolgens werd er opnieuw getest op autocorrelatie en heteroskedasticiteit. De Wooldridge test gaf als resultaat dat er bij beide regressievergelijkingen, de nulhypothese niet verworpen kon worden op 5% significantieniveau. De p-waardes voor regressievergelijking 1 en 2 zijn respectievelijk 0,4529 en 0,9543. In deze regressievergelijkingen is er dus geen sprake van autocorrelatie.

De test voor heteroskedasticiteit toont het volgende: de test voor de eerste regressievergelijking toonde een significant effect, wat wil zeggen dat hier wel degelijk heteroskedasticiteit aanwezig is. Om dit te corrigeren zullen de standard errors geclusterd worden. De tweede test toonde geen significantie, waaruit resulteert dat de tweede vergelijking niet heteroskedastisch is.

In tabel 7 kunnen de resultaten teruggevonden van deze twee regressievergelijkingen. Voor beiden regressievergelijkingen wordt geen significant effect gevonden. Beiden hebben wel een positieve coëfficiënt, maar er wordt geen significantie aangetoond. In de regressievergelijking is ook geen significant tijdseffect vast te stellen.

Afhankelijke variabelen:	(1) RvB_Vrouwen-change	(2) RvB_Onafhankelijk-change
BC_Vrouwen	0.016 (0.027)	
BC_Onafhankelijk		0.020 (0.024)
Jaar		
2017	0.009 (0.013)	0.013 (0.018)
2018	0.002 (0.015)	0.015 (0.017)
Constant		
	0.024*** (0.007)	-0.014 (0.017)
Summary statistics		
Observations	177	176
R-squared	0,0054	0,0098
χ^2	1,45	1,7
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1; standard errors tussen haakjes		

Tabel 7: Regressievergelijkingen invloed samenstelling BC op samenstelling RvB

5.3.2. Effect van het benoemingscomité op de bedrijfsprestaties

In dit deel van de empirische analyse wordt gekeken naar de invloed van het benoemingscomité op de prestatie-maatstaven ROA en Tobin's Q.

Effect van het benoemingscomité op ROA

Om het effect van het benoemingscomité op de prestatie-maatstaf ROA te bekijken wordt gebruik gemaakt van de verschillende regressievergelijkingen hieronder. De eerste twee regressievergelijkingen bekijken of de aanwezigheid en de keuze voor een afzonderlijk benoemingscomité een invloed hebben op ROA. De volgende twee vergelijkingen onderzoeken of de samenstelling van het benoemingscomité een invloed hebben en de laatste regressievergelijking onderzoekt of de frequentie waarmee het benoemingscomité beraadslaagt een effect heeft.

$$(1) ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(2) ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Apart_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(3) ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Onafhankelijk_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(4) ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Vrouwen_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(5) ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Bijeenkomst_{i,t} + \beta_2 Firm_Size_{i,t} + \beta_3 Firm_Age_{i,t} + e_{i,t}$$

Bij het uitvoeren van de Hausman test werd voor alle vijf regressievergelijkingen geen significantie gevonden. De nulhypothese kan dus niet verworpen worden op 5% significantieniveau. De regressievergelijkingen zullen daarom uitgevoerd worden met een random-effect model.

Naast de test voor random- of fixed-effect modellen werden deze regressiemodellen ook getest op autocorrelatie. De p-waarde bij deze test is voor de regressievergelijkingen 1 t.e.m. 5 gelijk aan respectievelijk 0,9468; 0,9763; 0,9545; 0,9841 en 0,9478. Voor elk van deze regressievergelijkingen is voldaan aan de nulhypothese, die zegt dat er geen autocorrelatie aanwezig is.

Tenslotte werd er ook getest voor heteroskedasticiteit. Voor vergelijking 1, 3 en 4 werd geen significantie gevonden. In deze regressievergelijkingen is dus geen heteroskedasticiteit aanwezig. De resultaten van de test voor vergelijking 3 en 5 toonden wel een significantie. Met andere woorden, deze regressievergelijkingen vertonen wel heteroskedasticiteit. Voor vergelijkingen 2 en 5 zal daarom gebruik gemaakt worden van robuuste standard errors.

Tabel 8 geeft de resultaten weer voor deze regressievergelijkingen. In de tabel zijn er meteen enkele zaken die erg opvallen. De regressievergelijking (1), waarin getracht werd om een relatie te vinden tussen de aanwezigheid van het benoemingscomité en de financiële prestaties, geeft een volledig verschillend resultaat dan wat we verwacht hadden. Uit de resultaten blijkt dat de aanwezigheid van een benoemingscomité negatief significant (significantieniveau 10%) is voor de financiële prestaties, gemeten aan de hand van ROA. De regressievergelijking (3), die de relatie trachtte te meten tussen het percentage onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité en de financiële prestaties, resulteert ook in een onverwacht resultaat. Bij deze is er een negatief significant effect op 10% significantieniveau. De tweede regressievergelijking, die de relatie tussen een afzonderlijk

benoemingscomité en de financiële prestaties onderzocht, geeft wel een positief resultaat. Hier zien we dat een afzonderlijk benoemingscomité een positief significant effect (significantieniveau 10%) heeft op de financiële prestaties met als prestatie meetstaaf ROA. De hypothese voor de tweede regressievergelijking kan dus bevestigd worden. De regressies omtrent het aantal vrouwen en bijeenkomsten tonen geen significant effect. Daarnaast wordt er een significant tijdseffect (5% significantieniveau) gevonden voor jaar 2018 op de ROA van de vijf regressievergelijkingen. De resultaten tonen dat de ROA blijkt af te nemen in 2018.

Afhankelijke variabele:	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA	(5) ROA
BC	-5.171* (2.830)				
BC_Apart		2.081* (1.091)			
BC_Onafhankelijk			-4.798* (2.758)		
BC_Vrouwen				-3.116 (3.272)	
BC_Bijeenkomsten					-0.010 (0.291)
Controle variabelen					
Firm_Age	0.033 (0.031)	0.037 (0.024)	0.031 (0.031)	0.039 (0.031)	0.039 (0.026)
Firm_Size	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Jaar					
2016	-1.616 (1.008)	-1.593* (0.822)	-1.637 (1.009)	-1.573 (1.012)	-1.175* (0.705)
2017	-0.857 (1.007)	-0.796 (1.124)	-0.883 (1.009)	-0.762 (1.018)	-0.858 (1.158)
2018	-2.073** (1.014)	-2.064** (0.968)	-2.036** (1.018)	-1.898* (1.062)	-2.286** (1.006)
Constant					
Constant	8.365*** (3.083)	3.547 (2.321)	6.574*** (2.418)	4.161** (1.905)	3.946* (2.362)
Summary statistics					
Observations	213	213	213	213	205
R-squared	0,0532	0,0151	0,0528	0,0259	0,0183
χ^2	10,48	18,04***	10,15	7,99	10,89***
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1; standard errors tussen haakjes					

Tabel 8: Regressievergelijkingen voor prestatie maatstaf ROA

Effect van het benoemingscomité op Tobin's Q

Om het effect van het benoemingscomité op de financiële prestaties, gemeten door Tobin's Q, te onderzoeken, wordt een analoog proces gevolgd als bij de vorige regressievergelijkingen. Het verschil hier is dat de afhankelijke variabele 'ROA' vervangen zal worden door de afhankelijke variabele 'Tobin's Q'. De regressievergelijkingen zien er dan als volgt uit:

$$(1) \text{ Tobins}Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + \beta_2 \text{Firm_Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm_Age}_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(2) \text{ Tobins}Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Apart_{i,t} + \beta_2 \text{Firm_Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm_Age}_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(3) \text{ Tobins}Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Onafhankelijk_{i,t} + \beta_2 \text{Firm_Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm_Age}_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(4) \text{ Tobins}Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Vrouwen_{i,t} + \beta_2 \text{Firm_Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm_Age}_{i,t} + e_{i,t}$$

$$(5) \text{ Tobins}Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_Bijeenkomst_{i,t} + \beta_2 \text{Firm_Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm_Age}_{i,t} + e_{i,t}$$

Allereerst moest er opnieuw een keuze gemaakt worden over welke methode gebruikt zou worden. Na het uitvoeren van de Hausman test voor de vergelijkingen 1 t.e.m. 5, waren de resultaten gelijkaardig. De nulhypothese voor deze testen konden niet verworpen worden op 5% significantieniveau. Daarom zal voor alle regressievergelijkingen gebruik gemaakt worden van het random-effect model.

Voor het testen op autocorrelatie wordt opnieuw gebruik gemaakt van de Wooldridge test. De p-waardes voor deze test zijn gelijk aan 0,2082; 0,2028; 0,1973; 0,2025 en 0,1995. Deze resultaten geven aan dat de nulhypothese niet verworpen kan worden op 5% significantieniveau en dat er dus geen autocorrelatie aanwezig is.

Tenslotte werd opnieuw getest voor heteroskedasticiteit aan de hand van Likelihood ratio test. De resultaten vergelijkingen 1 t.e.m. 4 tonen geen significantie, wat wil zeggen dat er geen heteroskedasticiteit aanwezig is. Voor regressievergelijking werd er echter wel een significant resultaat gevonden, waardoor in deze regressievergelijking gebruik gemaakt wordt van robuuste standard errors.

In de tabel hieronder (tabel 9) zijn de resultaten van de regressievergelijkingen weergegeven. Voor geen van de regressievergelijkingen wordt een significante relatie gevonden tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen. De eerste, derde en vierde regressievergelijking tonen wel een positieve coëfficiënt, maar geen significantie. De hypothesen kunnen dus niet bevestigd worden door onderstaande resultaten. Gelijkaardig aan de resultaten met prestatie maatstaf ROA, vinden we wel opnieuw een significant tijdseffect (significantieniveau 5%) voor 2018. Hier zien we opnieuw dat voor alle vergelijkingen Tobin's Q lijkt te dalen in 2018.

Afhankelijke variabele:	(1) TobinsQ	(2) TobinsQ	(3) TobinsQ	(4) TobinsQ	(5) TobinsQ
BC	0.233 (0.308)				
BC_Apart		-0.132 (0.248)			
BC_Onafhankelijk			0.104 (0.252)		
BC_Vrouwen				-0.093 (0.317)	
BC_Bijeenkomsten					0.067 (0.047)
Controle variabelen					
Firm_Age	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.003 (0.003)
Firm_Size	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000* (0.000)
Jaar					
2016	0.046 (0.079)	0.046 (0.079)	0.046 (0.079)	0.048 (0.079)	0.047 (0.041)
2017	-0.033 (0.079)	-0.036 (0.080)	-0.033 (0.079)	-0.029 (0.080)	-0.044 (0.073)
2018	-0.174** (0.080)	-0.175** (0.081)	-0.172** (0.081)	-0.161* (0.084)	-0.199* (0.114)
Constant					
Constant	1.303*** (0.367)	1.518*** (0.263)	1.443*** (0.291)	1.508*** (0.262)	1.363*** (0.311)
Summary statistics					
Observations	184	184	184	184	176
R-squared	0,044	0,0834	0,0682	0,0823	0,0565
χ^2	14,69**	14,36**	14,23**	14,15**	8,19
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1; standard errors tussen haakjes					

Tabel 9: Regressievergelijkingen voor prestatie maatstaf Tobin's Q

Hypothese	Afhankelijke variabele	Uitkomst
<i>H1a: De aanwezigheid van een benoemingscomité is gelinkt aan meer vrouwen in de raad van bestuur</i>	Percentage vrouwen in de raad van bestuur	Niet bevestigd
<i>H1b: De aanwezigheid van een benoemingscomité is gelinkt aan meer onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur</i>	Percentage onafhankelijken in de raad van bestuur	Niet bevestigd
<i>H2a: De aanwezigheid van een benoemingscomité is gelinkt aan betere financiële prestaties van de onderneming</i>	ROA Tobin's Q	Niet bevestigd (negatief significant effect) Niet bevestigd
<i>H2b: Een afzonderlijk benoemingscomité is gelinkt aan betere financiële prestaties dan een samengevoegd comité.</i>	ROA Tobin's Q	Bevestigd Niet bevestigd
<i>H3a: Benoemingscomités waarin meer vrouwen aanwezig zijn, zijn positief gelinkt aan het aantal vrouwen in de raad van bestuur</i>	Verandering in aantal vrouwen in de raad van bestuur	Niet bevestigd
<i>H3b: Benoemingscomités waarin meer onafhankelijken aanwezig zijn, zijn positief gelinkt aan het aantal onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur</i>	Verandering in aantal onafhankelijken in de raad van bestuur	Niet bevestigd
<i>H4a: Een benoemingscomité waarin meer onafhankelijken aanwezig zijn, is positief gelinkt aan betere financiële prestaties van de onderneming</i>	ROA Tobin's Q	Niet bevestigd (negatief significant effect) Niet bevestigd
<i>H4b: Een benoemingscomité waarin meer vrouwen aanwezig zijn, is positief gelinkt aan betere financiële prestaties van de onderneming</i>	ROA Tobin's Q	Niet bevestigd Niet bevestigd
<i>H5: Benoemingscomités die meer samenkomen zijn gelinkt aan betere financiële prestaties van bedrijven</i>	ROA Tobin's Q	Niet bevestigd Niet bevestigd

Tabel 10: samenvatting resultaten regressievergelijkingen

6. Conclusie

6.1. Bespreking van de resultaten

Het doel van dit onderzoek was om de waarde van het benoemingscomité te onderzoeken. Om de waarde van het benoemingscomité te kunnen bepalen, is gekozen om dit te onderzoeken aan de hand van de financiële prestaties. De Corporate Governance Code geeft als richtlijn om een benoemingscomité in te richten om corporate governance te bevorderen. Dit is echter enkel een richtlijn en ondernemingen kunnen ervan afwijken door gebruik te maken van het comply or explain-principe. Om een idee te krijgen van hoe ondernemingen in werkelijkheid omgaan met deze aanbevelingen van de Corporate Governance Code, is eerst gekeken naar hoeveel ondernemingen deze richtlijn opvolgen. Uit de resultaten blijkt dat de meerderheid van de Belgische beursgenoteerde bedrijven in dit onderzoek ervoor heeft gekozen een benoemingscomité in te richten. Voor de bedrijven die geen benoemingscomité ingericht hadden, werd in de jaarverslagen gezocht naar een verklaring. Ondanks het comply or explain-principe werd er in deze verslagen geen verklaring teruggevonden voor die keuze. Uit deze resultaten kunnen we concluderen dat de meeste ondernemingen trachten om de Corporate Governance Code rond principe 4, die ondernemingen richtlijnen geeft voor het oprichten van gespecialiseerde comités, op te volgen. Daarnaast heeft ook de meerderheid van de ondernemingen, die een benoemingscomité hebben ingericht, ervoor gekozen om dit samen te voegen met het remuneratiecomité. Een mogelijke verklaring is, dat het samenvoegen van het benoemingscomité met het remuneratiecomité efficiënter is op vlak van planning van vergaderingen.

Vooraleer gekeken werd naar de invloed van het benoemingscomité op de prestaties van een onderneming, werd gekeken naar de invloed van het benoemingscomité op de samenstelling van de raad van bestuur. Naar aanleiding van voorgaand onderzoek namen we aan dat de samenstelling van de raad van bestuur een rol speelt in de financiële prestaties. Meer specifiek werd er vastgesteld dat meer vrouwen en onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur, een positieve invloed kunnen hebben op de prestaties van een onderneming. Met de bevoegdheden van het benoemingscomité in ons achterhoofd, ontstond de vraag of de aanwezigheid van een benoemingscomité een significante invloed zou hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Vanuit dit standpunt werden de eerste hypothesen opgesteld. Deze hypothesen veronderstelden dat, wanneer een benoemingscomité aanwezig is in een onderneming, het percentage vrouwen en onafhankelijken zou stijgen. We zagen een positieve relatie tussen het aantal vrouwen en een negatieve relatie met het aantal onafhankelijken in de raad van bestuur, maar hiervoor is geen significant resultaat gevonden. Voor de eerste regressievergelijking zagen we wel een significant tijdseffect voor alle jaren. Een reden hiervoor kan de extra aandacht zijn, die de laatste jaren gegeven wordt aan het benoemen van vrouwen in de raad van bestuur.

Een tweede groep hypothesen richtte zich meer tot de samenstelling van het benoemingscomité. Vanuit de social identity theorie werd er verondersteld dat personen met bepaalde (demografische) kenmerken eerder geneigd zijn om voor personen te kiezen die dezelfde kenmerken vertonen. De hypothesen die hieruit volgden veronderstelden dat, wanneer er meer vrouwen en onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders in het benoemingscomité zouden zetelen, er een stijging zou zijn van

het aantal vrouwen en onafhankelijken in de raad van bestuur. Beide regressies toonden positieve coëfficiënten voor de onafhankelijke variabelen, maar ook hier werd geen significant effect aangetoond. Een reden die hiervoor gegeven kan worden, is de termijn van een bestuursmandaat. Een onderzoek van Guberna (2017), dat de naleving van Belgische vennootschappen van de Corporate Governance Code reeds onderzocht, toonde aan dat een gemiddelde termijn voor een mandaat zeven jaar bedraagt. Dit kan verklaren waarom er voor een termijn van vier jaar geen significante effecten gevonden werden. Daarnaast zou dit voor onafhankelijke bestuurders ook verklaard kunnen worden vanuit de social identity theorie. Onafhankelijkheid zou een waarneembaar kenmerk kunnen zijn, maar wanneer bestuurders dit niet als een inherent deel van hun social identity zien, zou dit kenmerk geen effect hebben op de persoon die zij als kandidaat naar voren schuiven. Daarnaast blijft het een groepsbeslissing, waar dus meerdere personen een aandeel in hebben.

Na het onderzoek van de aanwezigheid van bepaalde karakteristieken in het benoemingscomité en de raad van bestuur, werd er gekeken naar wat nu juist het effect is van het benoemingscomité op de financiële prestaties van een onderneming. Om de financiële prestaties te meten werd gebruik gemaakt van de prestatie maatstaven ROA en Tobin's Q. Eerst en vooral werd er gekeken of de aanwezigheid van het benoemingscomité een rechtstreeks effect had op de prestaties. De hypothese veronderstelde dat wanneer een onderneming een benoemingscomité heeft ingericht, dit gelinkt is aan betere financiële prestaties. Voor de eerste prestatie maatstaf ROA werd er een negatief significante relatie op 10% significantieniveau gevonden met de aanwezigheid van een benoemingscomité. Dit in tegenstelling tot de verwachting van een positieve relatie. Voor de prestatie maatstaf Tobin's Q werd hiervoor geen significant resultaat gevonden.

Omdat de Corporate Governance Code toelaat om het benoemingscomité en het remuneratiecomité samen te voegen, werd er getracht om te onderzoeken of het taakefficiënter zou zijn om dit comité afzonderlijk in te richten. Om dit te onderzoeken werd als hypothese gesteld dat ondernemingen met een afzonderlijk benoemingscomité beter zouden presteren. De resultaten voor de twee prestatie maatstaven zijn wederom verschillend. De regressievergelijking met ROA als afhankelijke variabele toonde een positief significante relatie tussen ROA en het afzonderlijk benoemingscomité (significantieniveau 10%). De relatie tussen met Tobin's Q werd echter niet aangetoond.

Vervolgens werd gekeken naar de invloed van de samenstelling van het benoemingscomité op de financiële prestaties. Voor deze regressie werden hypothesen opgesteld die suggereerden dat wanneer een benoemingscomité een hoger percentage vrouwen en/of onafhankelijken zou bevatten, deze een positieve invloed zouden hebben op de bedrijfsprestaties. Voor de onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders werd een negatief significante relatie gevonden met ROA als prestatie maatstaf. Dit is opnieuw, zoals het resultaat bij de aanwezigheid van het benoemingscomité, een verschillend resultaat dan er verwacht werd. Bij de andere regressies werd voor deze relatie geen significantie aangetoond.

Tenslotte onderzocht de laatste regressievergelijking de invloed van de werking van het benoemingscomité. De hypothese die hierbij opgesteld werd ontstond uit een analogie van eerder onderzoek over het auditcomité. Daaruit bleek dat de frequentie, waarmee een auditcomité samenkomt, invloed had op de efficiëntie van hun werking. Vanuit dat perspectief ontstond de hypothese dat de frequentie waarmee het benoemingscomité beraadslaagt, een invloed zou hebben

op de bedrijfsprestaties. Uit de resultaten blijkt echter dat hier, voor zowel ROA als Tobin's Q, geen significant effect is.

Het doel van dit onderzoek was om de waarde van het benoemingscomité in de raad van bestuur te bepalen. Ondanks dat de meeste Belgische beursgenoteerde bedrijven het benoemingscomité hebben ingericht, hebben we voor onze onderzoeksvraag geen duidend antwoord kunnen vinden. Noch bij de aanwezigheid of de samenstelling van het benoemingscomité hebben we kunnen bewijzen dat deze een invloed zou hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Maar naast de samenstelling van de comités en de raad van bestuur, is ook de dynamiek binnen deze organen van groot belang. Verdergaand op de social identity theorie, kan geredeneerd worden dat wanneer de raad van bestuur gediversifieerder wordt, de nieuwe bestuurders met andere kenmerken zich als een out-group voelen en zelfs zo behandeld worden door de in-group members. Indien zij zich niet gewaardeerd voelen of wanneer hun input niet meegenomen wordt in het beslissingsproces, kan hun toevoeging in de raad van bestuur ook geen effect hebben op de inzichten van de raad van bestuur of de prestaties van de onderneming. Verschillende onderzoeken, die de dynamiek onder de loep namen, tonen aan dat de karakteristieken en manier van vergaderen een grote impact kunnen hebben op de processen binnen de raad van bestuur en de prestaties van de onderneming (Kaczmarek et al., 2012; Mathisen et al., 2013 & Pugliese et al., 2015)

Het onderzoek naar de waarde gemeten door prestatie maatstaven ROA en Tobin's Q bevestigden de verwachte hypothesen ook niet. In het geval van ROA geven de resultaten zelfs een omgekeerd beeld van wat de verwachting was voor dit onderzoek. Waar Tobin's Q eerder een reflectie is van hoe de markt naar de onderneming kijkt, is ROA een interne indicator van de prestaties van een bedrijf. Het resultaat voor ROA kan verklaard worden doordat het benoemingscomité misschien geen rechtstreekse invloed heeft op de financiële prestaties zoals de Return on Assets of Return on Investments. Tobin's Q daarentegen is de perceptie van een markt die corporate governance belangrijker en belangrijker acht. Voor Tobin's Q werd echter ook geen significant resultaat gevonden. Dit kan verklaard worden doordat er ofwel geen relatie bestaat tussen het benoemingscomité en Tobin's Q, of omdat er misschien nog andere dynamieken binnen het benoemingscomité zijn die niet onderzocht werden in dit onderzoek.

6.2. Beperkingen onderzoek

Dit onderzoek bevat enkele beperkingen waar ook rekening mee gehouden moet worden. Eerst en vooral werd er in deze studie slechts gebruik gemaakt van twee prestatie maatstaven, ROA en Tobin's Q. Naast deze twee zijn er nog verschillende andere prestatie maatstaven waarmee financiële prestaties gemeten kunnen worden, zoals ROE, Profit Margin, etc.

Daarnaast was de sample van dit onderzoek nog vrij beperkt. Een manier om dit te verhelpen is om naar gegevens te kijken voor meerdere jaren. Zoals in de bespreking ook werd aangehaald is het gemiddelde termijn voor een mandaat zeven jaar. Om een relatie te vinden tussen de samenstelling van het benoemingscomité en die van de raad van bestuur is het daarom aangeraden om een onderzoek uit te voeren over een langere periode dan vier jaar.

Dit onderzoek spitste zich vooral toe op het aantal vrouwen en onafhankelijken. Er zijn echter nog verschillende karakteristieken waarmee rekening gehouden kan worden. Er kan bijvoorbeeld meer gekeken worden naar andere demografische aspecten, die de werking van de raad van bestuur en het benoemingscomité beïnvloeden. Enkele van deze kenmerken die niet besproken zijn in dit onderzoek zijn: leeftijd van de bestuursleden, de nationaliteit van de bestuursleden, hun educatieve achtergrond, ervaring in andere raden van bestuur, etc.

Daarnaast is het misschien een optie om in de toekomst een kwalitatief onderzoek te doen naar het benoemingscomité. De waarde van een benoemingscomité kan nog onderzocht worden op verschillende kwalitatieve aspecten, die in dit onderzoek nog niet onder de loep genomen zijn. Er kan bijvoorbeeld onderzoek gedaan worden naar de doorslaggevendheid van het advies van het benoemingscomité, met name in welke mate de raad van bestuur rekening houdt met het advies van dit orgaan. Daarnaast kan ook gekeken worden naar de werking van het benoemingscomité zelf, namelijk de manier waarop de vergaderingen verlopen, welke agendapunten besproken worden, etc.

Een laatste beperking in dit onderzoek is dat het zich enkel toespitst op de raad van bestuur. De Code omschrijft het benoemingscomité als het orgaan dat instaat voor de benoeming van leden van de raad van bestuur, maar ook van het uitvoerend management. Deze laatste heeft natuurlijk ook een zeer grote invloed op de bedrijfsprestaties van de onderneming. Voor toekomstig onderzoek kan het interessant zijn om te kijken naar de invloed van het benoemingscomité op de samenstelling en werking van het uitvoerend management, aangezien zij deel uitmaken van één van de belangrijkste organen in een vennootschap.

7. Lijst met tabellen

Tabel 1: gedetailleerde samenvatting van variabele ROA	19
Tabel 2: VIF-tabel met ROA als afhankelijke variabele	20
Tabel 3: Summary variabelen benoemingscomité	25
Tabel 4: Beschrijvende statistieken	26
Tabel 5: Correlatiematrix	27
Tabel 6: Regressievergelijkingen invloed van BC op samenstelling RvB.....	29
Tabel 7: Regressievergelijkingen invloed samenstelling BC op samenstelling RvB	30
Tabel 8: Regressievergelijkingen voor prestatimaatstaf ROA	32
Tabel 9: Regressievergelijkingen voor prestatimaatstaf Tobin's Q	34
Tabel 10: samenvatting resultaten regressievergelijkingen.....	35

8. Lijst met figuren

Figuur 1: Aanwezigheid van het benoemingscomité.....	23
Figuur 2: Benoemingscomité gecombineerd met remuneratiecomité	24

9. Literatuurlijst

- Abbott, L. J., Park, Y., & Parker, S. (2000). The effects of audit committee activity and independence on corporate fraud. *Managerial Finance*, 26(11), 55-67.
- Abbott, L. J., Parker, S., & Peters, G. F. (2004). Audit committee characteristics and restatements. *Auditing*, 23(1), 4-87.
- Abidin, Z. Z., Kamal, N. M., & Jusoff, K. (2009). Board structure and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 1(1), 150-164.
- Adams, R., Hermalin, B., Weisbach, M. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey, *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107
- Agyemang-Mintah, P. (2015). The nomination committee and firm performance: An empirical investigation of UK financial institutions during the pre/post financial crisis. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 11(3), 176-190
- Agyemang-Mintah, P. (2016). Remuneration committee governance and firm performance in UK financial firms. *Investment Management & Financial Innovations*, 13(1), 176-190.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., McNamara, R., & Nagel, S. (2012). Audit committee characteristics and firm performance during the global financial crisis. *Accounting & Finance*, 52(4), 971-1000.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- Appiah, K. and Chizema, A. (2015), "Remuneration committee and corporate failure", Vol. 15 No. 5, pp. 623-640.
- Ashforth, B. E., & Mael, F. (1989). Social Identity Theory and the Organization. *Academy of Management Review*, 14(1), 20-39.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359-399.
- Baysinger, B.D. and H.N. Butler, 1985. Corporate governance and the board of directors: Value effects of changes in board composition, *Journal of Law, Economics and Organization* 1, 101-124.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2008). What matters in corporate governance?. *The Review of financial studies*, 22(2), 783-827.
- Ben Barka, H., & Legendre François. (2017). Effect of the board of directors and the audit committee on firm performance: a panel data analysis. *Journal of Management & Governance*, 21(3), 737-755
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance
- Bhuiyan, M., & Habib, A. (2011). Determinants of Nomination Committee: New Zealand Evidence. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 7(2), 54-64.
- Bilimoria, D., & Piderit, S. K. (1994). Qualifications of corporate board committee members. *Group & Organization Management*, 19(3), 334-362.
- Bostock, R. (1995). Company responses to Cadbury. *Corporate Governance: An International Review*, 3(2), 72-77.

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434.

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2008). Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 129-144.

Byttebier, K., & Roeland, S. (2003). Corporate governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen. Maklu.

Callahan, W. T., Millar, J. A., & Schulman, C. (2003). An analysis of the effect of management participation in director selection on the long-term performance of the firm. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 169-181.

Carcello, J. V., & Neal, T. L. (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *The Accounting Review*, 75(4), 453-467.

Carson, E. (2002). Factors associated with the development of board sub-committees. *Corporate Governance: An International Review*, 10(1), 4-18.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33-53.

Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007). The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea. Cambridge University Press.

Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372-386.

Chung, L. H., & Wei, C. C. (2017). The impact effect of corporate governance and corporate social responsibility on company performance after the financial tsunami. *Asian Journal of Economic Modelling*, 5(4), 465-479.

Cools, S. (2015). De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en de raad van bestuur in de NV. Roeselare: Roularta Media Group.

Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687.

Corporate Governance Code (2009/2020)

Cybinski, P., & Windsor, C. (2013). Remuneration committee independence and CEO remuneration for firm financial performance. *Accounting Research Journal*.

Dahya, J., & McConnell, J. J. (2007). Board composition, corporate performance, and the Cadbury committee recommendation. *Journal of financial and quantitative analysis*, 42(3), 535-564.

Dehaene, A., De Vuyst, V., & Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian companies. *Long range planning*, 34(3), 383-398.

Denis, D. K. (2001). Twenty-five years of corporate governance research... and counting. *Review of financial economics*, 10(3), 191-212.

Drukker, D. M. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The stata journal*, 3(2), 168-177.

Eminet, A., & Guedri, Z. (2010). The role of nominating committees and director reputation in shaping the labor market for directors: An empirical assessment. *Corporate Governance: An International Review*, 18(6), 557-574.

- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate governance: An international review*, 11(2), 102-111.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *the Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fernández-Temprano, M. A., & Tejerina-Gaite, F. (2020). Types of director, board diversity and firm performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(2), 324-342.
- Fields, M. A., & Keys, P. Y. (2003). The emergence of corporate governance from wall st. to main st.: Outside directors, board diversity, earnings management, and managerial incentives to bear risk. *Financial Review*, 38(1), 1-24
- Fraga, J., & Silva, V. (2012). Board diversity and firm performance: An empirical investigation in the brazilian market FUCAPE Business School.
- Geens, K. (2012). Helpt 'good corporate governance'?: Over regels voor behoorlijk bestuur in vennootschappen. (pp. 73) Leuven University Press.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Guberna - VBO. (2017). Naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2009 (boekjaar 2015).
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2009). *Multivariate data analysis*. Upper Saddle River, NJ [etc.]. Pearson Prentice Hall, New York, NY: Macmillan, 24, 899.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
- Hogg, M. A., & Terry, D. J. (2000). Social identity and self-categorization processes in organizational contexts. *The Academy of Management Review*, 25(1), 121-140.
- Hoitash, U., & Hoitash, R. (2009). Conflicting objectives within the board: evidence from overlapping audit and compensation committee members. *Group Decision and Negotiation*, 18(1), 57-73.
- Hutchinson, M., & Gul, F. A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 10, 595-614.
- Iwu-Egwuonwu, D., & Chibuiké, R. (2010). Some empirical literature evidence on the effects of independent directors on firm performance. Ronald Chibuiké, *Some Empirical Literature Evidence on the Effects of Independent Directors on Firm Performance* (August 4, 2010).
- Kaczmarek, S., Kimino, S., & Pye, A. (2012). Antecedents of board composition: The role of nomination committees. *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), 474-489.
- Kajola, S. O. (2008). Corporate governance and firm performance: The case of Nigerian listed firms. *European journal of economics, finance and administrative sciences*, 14(14), 16-28.
- Kallamu, B. S., & Saat, N. A. M. (2015). Audit committee attributes and firm performance: evidence from alaysian finance companies. *Asian Review of Accounting*, 23(3), 206-231
- Kanapathipillai, S., Johl, S. K., & Wines, G. (2016). Remuneration committee effectiveness and narrative remuneration disclosure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 384-402

- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189–205.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *The Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-304.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.
- Kline, R. B. (1998). *Structural equation modeling*. New York: Guilford.
- Kock, N., & Lynn, G. (2012). Lateral collinearity and misleading results in variance-based SEM: An illustration and recommendations. *Journal of the Association for Information Systems*, 13(7).
- Kraakman, R. H. (2017). *The anatomy of corporate law : a comparative and functional approach (Third)*. Oxford University Press.
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance—Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, 41, 162-175.
- Low, D. C. M., Roberts, H., & Whiting, R. H. (2015). Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from hong kong, south korea, malaysia and singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 381-401.
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2016). Gender diversity and firm performance: Evidence from dutch and danish boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management*, 27(15), 1777-1790.
- Mathisen, G. E., Ogaard, T., & Marnburg, E. (2013). Women in the boardroom: How do female directors of corporate boards perceive boardroom dynamics? *Journal of Business Ethics*, 116(1), 87-97
- McMullen, D. A., & Raghunandan, K. (1996). Enhancing audit committee effectiveness. *Journal of Accountancy*, 182(2), 79.
- Miller, T., & del Carmen Triana, M. (2009). Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity–firm performance relationship. *Journal of Management studies*, 46(5), 755-786.
- Mirza, H. H., Andleeb, S., & Ramzan, F. (2012). Gender diversity and firm performance: Evidence from Pakistan. *Journal of Social and development Sciences*, 3(5), 161-166.
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: a contingency approach. *Corporate Governance*, 6(1), 5–28.
- Nelson, J., Gallery, G., & Perey, M. (2010). Role of corporate governance in mitigating the selective disclosure of executive stock option information. *Accounting and Finance*, 50(3), 685–717.
- Park, H. M. (2011). *Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using stata*. Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan, 1-52.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations : a resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Pugliese, A., Nicholson, G., & Bezemer, P. (2015). An observational analysis of the impact of board dynamics and directors' participation on perceived board effectiveness: Analysis of the impact of board dynamics. *British Journal of Management*, 26(1), 1-25

- Rose, C. (2007). Does female representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 404–413
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.
- Ruigrok, W., Peck, S., Tacheva, S., Greve, P., & Hu, Y. (2006). The determinants and effects of board nomination committees. *Journal of Management & Governance*, 10(2), 119-148.
- Schwizer P. G., Soana, M. G., & Cucinelli, D. (2011). The relationship between board diversity and firm performance: The Italian evidence.
- Shehata, N., Salhin, A., & El-Helaly, M. (2017). Board diversity and firm performance: evidence from the UK SMEs. *Applied Economics*, 49(48), 4817-4832.
- Sonneville A., (2016) Leidt een betere corporate governance tot een hogere beurswaarde? Een analyse van Belgische beursgenoteerde bedrijven.
- Stewart, J., & Munro, L. (2007). The impact of audit committee existence and audit committee meeting frequency on the external audit: perceptions of Australian auditors. *International Journal of Auditing*, 11(1), 51–69.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2015). *Introduction to econometrics*.
- Sutrisno, S., & Mohamad, M. (2019). Board diversity and firm performance: Cases in sharia capital market of Indonesia. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.
- Tajfel, H., & Turner, J. C. (2004). The Social Identity Theory of Intergroup Behavior. In J. T. Jost & J. Sidanius (Eds.), *Key readings in social psychology. Political psychology: Key readings* (p. 276–293). Psychology Press.
- Terjesen, S., Terjesen, S., Couto, E. B., Couto, E. B., Francisco, P. M., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. New York: Springer US.
- Turner, J. C. (1982). Towards a cognitive redefinition of the social group. *Social identity and intergroup relations*, 15-40.
- Uadiale, O. M. (2010). The impact of board structure on corporate financial performance in Nigeria.
- Upadhyay, A. D., Bhargava, R., & Faircloth, S. D. (2014). Board structure and role of monitoring committees. *Journal of Business Research*, 67(7), 1486-1492.
- Vafeas, N., & Theodorou, E. (1998). The relationship between board structure and firm performance in the UK. *The British Accounting Review*, 30(4), 383-407.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
- Vafeas, N. (1999). The nature of board nominating committees and their role in corporate governance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(1-2), 199-225.
- Van der Elst, C. (2001). *Aandehouderschap van beursgenoteerde vennootschappen: Economisch-juridische analyse*. Gent: Larcier.
- Van der Elst, C. (2008). The Belgian Struggle for Corporate Governance Improvements. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.1261448

Van der Elst, C. (2017). Empirisch onderzoek naar de benoeming van bestuurders van genoteerde vennootschappen. *TRV*, (6), 621-638.

Van der Walt, N., & Ingley, C. (2003). Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 218-234.

Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1995). Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative science quarterly*, 60-83.

Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative science quarterly*, 45(2), 366-398.

Wintoki, M.B., Linck, J.S. and Netter, J.M. (2010). Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 105(3), 581-606.

Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316

Zagorchev, A., & Gao, L. (2015). Corporate governance and performance of financial institutions. *Journal of Economics and Business*, 82, 17-41.

Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 20-36.

Zraiq, M. A. A., & Fadzil, F. H. B. (2018). The Impact of Nomination and Remuneration Committee on Corporate Financial Performance. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(3), 1-6.